# الأزمات المالية فى الأسواق الناشئة
# مع إشارة خاصة
# لأزمة جنوب شرق آسيا

دكتـــور

**أحمد يوسف الشحات**

أستاذ الاقتصاد والمالية العامة المساعد

كلية الحقوق - جامعة طنطا

**دار النيل للطباعة والنشر**

٢٠٠١

## تقديم

كانت الأزمة المالية التى اندلعت فى عدد من بلدان جنوب شرق آسيا فى النصف الثانى من عام ١٩٩٧ آخر الأزمات فى مسلسل الانهيارات الدرامية التى تتعرض لها الاقتصادات الرأسمالية بين الحين والآخر . وهذه الأزمات ليست صفة فريدة تميز النظم المالية الحديثة فقط ، إذ أن التاريخ الاقتصادى يذخر بالعديد منها . وقد شهد القرن العشرون عدداً من الأزمات المالية التى شملت بتأثيراتها كثيراً من الأسواق الناشئة . فخلال أزمة الكساد الكبرى التى بدأت فى عام ١٩٢٩ توقفت كثير من البلدان المتخلفة المدينة فى أمريكا الجنوبية عن دفع ديونها . وفى عام ١٩٨٢ ، تعرضت المكسيك لنفس المشكلة عندما كانت غير قادرة على الوفاء بديونها قصيرة الأجل . وقد أعقب أزمة المكسيك هذه انسحاب عام للأئتمان من البلدان المتخلفة على نحو أدى إلي تصاعد مشكلات التوقف عن دفع الديون وإعادة جدولتها من خلال التفاوض مع مايقرب من اثنتى عشرة دولة دائنة . وقد شهدت كل من شيلى وأرجواى والأرجنتين أزمات مالية مماثلة في بداية الثمانينات في أعقاب عدم الانضباط المالى الذى ساد فى أواخر السبعينات .

وقد شهدت التسعينات كذلك ترتيبات ائتمانية واسعة النطاق فى عدد من الأسواق الناشئة شملت المكسيك وتركيا وفنزويلا في عام ١٩٩٤ ، والأرجنتين فى عام ١٩٩٥ ، وبلدان جنوب شرق آسيا فى عام ١٩٩٧ . وقد اتسمت هذه الأحداث والتطورات التى اصطبغت بها معظم الأسواق الناشئة بخصائص مشتركة منها : أنها كانت غير متوقعة إلى حد ما ، أنها ولدت اتجاهات انكماشية عميقة فى البلدان المدينة ، وأنها تضمنت تحولات فجائية للتدفقات المالية من تدفقات داخلة إلى تدفقات خارجة . وقد ركزت معظم التحليلات الاقتصادية فى تفسيرها لأزمات الأسواق الناشئة على مجموعتين من العوامل : تغيرات غير متوقعة لظروف الأسواق الدولية ، وتغيرات غير متوقعة داخل البلدان المدينة نفسها جعلت الدائنين يعيدون تقييم قدرة المدينين على الوفاء بديونهم .

وقد تميزت أزمة بلدان جنوب شرق آسيا بعدد من الخصائص الفارقة . فالأزمة قد

ضربت أسرع وأعلى الاقتصادات نمواً فى العالم كله . وكانت الأزمة كذلك أعنف أزمة مالية تضرب الأسواق الناشئة منذ أزمة المديونية في عام ١٩٨٢ . كما أن الأزمة قد حثت على تحريك أكبر عملية مساندة مالية يقودها صندوق النقد الدولى ، وكانت أقل الأزمات المالية توقعاً . إن أحداً لايستطيع أن ينكر النجاح الكبير الذى حققته اقتصادات جنوب شرق آسيا فى مجال النمو الاقتصادى خلال العقدين الماضيين . ولذلك فإن أزمتها تثير العديد من التساؤلات حول المعجزة التنموية وما إذا كانت وهمية، وحول الأزمة وأسبابها وكيفية إدارتها ومدى إمكانية تجنبها فى المستقبل والدروس المستفادة منها .

حول هذه التساؤلات وما يتصل بها يدور موضوع البحث الذى يبدأ بمنظور تاريخى وتحليلى للأزمات المالية يوضح مدى رشادة الأسواق والنموذج الاقتصادى للأزمات المالية . ويعقب ذلك تحليل لبعض جوانب الاقتصاد السياسى للأزمات يوضح أنواع الأزمات ، والخصائص المميزة للأزمات المختلفة ومؤشراتها الاقتصادية ومصادرها المتعددة والمتنوعة ، وتأثيراتها المعدية . ويستعرض البحث بعد ذلك أزمات الأسواق الناشئة وأسبابها مع إعطاء أهمية خاصة لأزمة بلدان جنوب شرق آسيا ، حيث يتناولها بالتفصيل من خلال تقديم عرض موجز لتجارب النمو فى هذه البلدان ، وللعوامل التى أدت إلى تشويه صورة معجزتها التنموية ، وللتفسيرات المختلفة للأزمة التى ضربتها ، ولكيفية إدارة هذه الأزمة والدروس المستفادة منها . وهكذا يمكن تقسيم محتويات البحث إلي خمسة أقسام وخاتمة على النحو التالى :

١ – الأزمات المالية : نظرة تاريخية وتحليلية .

٢ – بعض جوانب الاقتصاد السياسى للأزمات .

٣ – أزمات الأسواق الناشئة .

٤ – أزمة بلدان جنوب شرق آسيا .

٥ – إدارة الأزمة والدروس المستفادة منها .

٦ – الخلاصة .

- ١ -

## الأزمات المالية : نظرة تاريخية وتحليلية

### ١ - ١ - مدى رشادة الأسواق وتواتر الأزمات :

مامن شك فى أن الأزمات المالية هى من أكثر الموضوعات المألوفة فى الأدب الاقتصادى بسبب طبيعتها الدورية وارتباطها بدورات الأعمال Business cycles . ويثير اندلاع هذه الأزمات وتواترها فى الاقتصادات الرأسمالية تساؤلاً حول مدى ماتتميز به الأسواق من رشادة اقتصادية . ويمكن القول أن هناك ثلاثة اتجاهات نظرية تتعلق بطريقة أو كيفية عمل أسواق السلع والخدمات وأسواق المال : اتجاه يرى أن هذه الأسواق تعمل بكفاءة فى كل الأوقات وفي كل الأماكن دون أدني حاجة إلى التدخل فى طريقة عملها ؛ واتجاه آخر يرى أن هذه الأسواق إذا ما تركت تعمل بحرية كاملة فإنها لاتتسم بالكفاءة ، ويجب – من ثم – أن يكون هناك نوع من التخطيط الحكومى المستمر لتصحيح طريقة أدائها ؛ أما الاتجاه الثالث فيأخذ موقفا وسطا بين الاتجاهين السابقين، حيث يرى أن هذه الأسواق بصفة عامة ، تعمل بكفاءة دون حاجة إلى تدخل حكومى مستمر ، إلا أنها قد تتعرض بين الحين والآخر لنوع من عدم الاستقرار الذى يتطلب تدخلاً حكومياً مؤقتاً ومحدوداً يعيد إليها استقرارها (١) .

ومن الملاحظ أن النظرية الاقتصادية ، والعلوم الاجتماعية بصفة عامة ، لاتزال تتبنى افتراضا مؤداه اتصاف الانسان بالرشادة في تصرفاته ، كما أن الاقتصاد القياسى لايزال يستخدم مفهوم « التوقعات الرشيدة » Rational expectations كافتراض فنى لاختبار مدى صحة النماذج . فما المقصود برشادة الأسواق Rationality of markets؟ وكيف يمكن التوفيق بين هذه الرشادة فى حالة وجودهاوبين ما يحدث من أزمات ؟ هل تعنى الرشادة أن معظم الأسواق تتصرف برشادة فى معظم الأوقات ؟ أم أنها تعنى أن كل الأسواق تتصرف برشادة فى كل الأوقات ؟ من الواضح أن هناك اختلافاً كبيراً بين الحالتين ، وأن الحالة الأولى هى الأقرب إلى الواقع والصواب ، إذ أنها خيار وسط بين اتجاهين متناقضين يرى أولهما أنه لا توجد سوق واحدة تتسم بالرشادة ، بينما يرى

ثانيهما أن كل الأسواق تتميز بالرشادة بصفة دائمة . وهكذا يمكن اعتبار الرشادة افتراضا أوليا أكثر من كونها وصفا للعالم الحقيقى ، مع ما يترتب على ذلك من ابتعاد الأسواق عن السلوك الاقتصادى الرشيد فى بعض الأحيان . (٢)

وعلى ذلك ، فإن افتراض رشادة الأسواق بصفة دائمة ، واستحالة حدوث مضاربات تفقد الأسواق استقرارها Destabilizing speculations أمر لا يمكن التسليم به فى ظل قراءة شاملة للتاريخ الاقتصادى . إن صفحات التاريخ مليئة بلغات لاتسمح إلا بتفسير واحد مؤداه عدم رشادة الأسواق فى مناسبات كثيرة تمخضت عن هذه المضاربات . (٣)

وعلى أيه حال ، يمكن التمييز بين رشادة الفرد وعدم رشادة السوق . فإذا كان السلوك الفردى يتسم بالرشادة فى أغلب الأحيان ، فإن السلوك الجماعى المرتبط بالحالة النفسية العامة للسواد الأعظم من الناس والحاكم لسلوك الأسواق كثيراً ما يفتقر إلى الرشادة العامة . وتتميز العلاقة بين الرشادة الفردية وعدم الرشادة الجماعية بالتعقيد الشديد ، حيث يمكن أن نميز خلف الحالة النفسية للسواد الأعظم من الناس سلسلة من الحالات المترابطة على النحو التالى :

- يتغير سوك الناس عبر المراحل المختلفة من العمليات المستمرة ، حيث يبدأون بتصرفات رشيدة ثم يفقدون تدريجيا فى مرحلة أولى وبسرعة كبيرة فى مرحلة ثانية صلتهم بالواقع الفعلى .

- تختلف الرشادة عبر المجموعات المختلفة من التجار ، المستثمرين ، والمضاربين ، سواء منهم من دخل الأسواق فى مرحلة مبكرة أو من دخل متأخراً .

- يستسلم الجميع للمظهر الخادع للعمليات على نحو يجعل من الجماعة ككل شيئا مختلفا تماما عن مجموع أفرادها .

- يصاب السوق بالعجز أو بالفشل ويصبح غير قادر على القيام بتوقعات رشيدة فيما يتعلق بنوع رد الفعل إزاء حوافز أو تصرفات معينة ، بالإضافة إلى عجزه عن القيام بالتقدير الكمى الصحيح لردود الأفعال ، وبصفة خاصة عندما يكون هناك

فاصل زمنى بين الحوافز وردود الأفعال .

- تظل حالة عدم الرشادة قائمة ومسيطرة على الأسواق بقدر ما تخطئ الأشخاص الاقتصادية المختلفة فى اختيار النموذج الصحيح ، أو بقدر فشلهم أو عجزهم عن أخذ المعلومات الهامة عن حالة الأسواق فى الاعتبار ، أو بقدر قيامهم بمنع نشر المعلومات التى لا تتفق والنموذج الذى يتبنونه .

وهكذا تستند عدم رشادة الأسواق إلى الحالة النفسية العامة للجمهور . ومن المعروف أن هذه الحالة التى تسمى أحيانا « بالهستيريا الجماعية » ما هى إلا انحراف عرضى عن السلوك الرشيد . (٤)

**١ - ٢ - رشادة الأسواق والمضاربة .**

تمثل المضاربة حالة من حالات عدم رشادة الأسواق . فالمضاربة غالبا ما تتطور وتنمو عبر مرحلتين : فى المرحلة الأولى تكون هناك استجابة محدودة ورشيدة من جانب المستثمرين والأفراد والمشروعات وكل القوى الاقتصادية فى السوق للتغيرات الهيكلية التى لحقت بالاقتصاد المعنى . وفى المرحلة الثانية تلعب المكاسب الرأسمالية دوراً مسيطراً وحاسماً ، وتصبح التصرفات والاستجابات غير محسوبة وغير رشيدة. ففى المرحلة الأولى ينصب الاهتمام على المنافع التى يمكن الحصول عليها من الأصول ، فى حين يكون الولع فى المرحلة الثانية منصبا عى المكاسب التى يمكن جنيها من بيع الأصول نفسها The first taste is for high interest , but the second appetite is for large gains to be made by selling the principal .

ففى ثلاثينات وخمسينات القرن التاسع عشر ، كان التوسع فى شراء الأرض الزراعية فى الولايات المتحدة ناتجا عن التوسع فى زراعتها بسبب ارتفاع أسعار القطن . ثم بدأت المضاربة على الأرض نفسها بعد ذلك بسبب التزايد المستمر فى أسعارها. وقد حدثت نفس الظاهرة تقريبا فى بريطانيا فى ثلاثينات القرن التاسع عشر فى مجال السكك الحديدية . ففى البداية ، وبالتحديد قبل عام ١٨٣٥ ، كانت أسهم المشروعات

العاملة فى هذا المجال يجرى تداولها بسبب التوزيعات أو العوائد المرتفعة التى يحصل عليها حملة الأسهم . ولكن فى مرحلة ثانية ، أى بعد عام ١٨٣٥ ، بدأت المشروعات المحترفة الباحثة عن الأرباح السريعة فى المضاربة الشديدة على الأسهم بعد ارتفاع مكاسبها الرأسمالية . وقد حدث ذلك أيضا فى النمسا فى سبعينات القرن التاسع عشر فى قطاع البناء والتشييد . (٥)

إن وقوع المضاربة عبر مرحلتين ، كما سبق ، يمكن أن يثير إمكانية تقسيم المضاربين أنفسهم إلى مجموعتين : مضاربون قابعون داخل مجال النشاط المضاربى ويتمتعون باطلاع كاف على بواطن الأمور Insider speculators ، ومضاربون خارج مجال المضاربة ولا تتوافر لديهم معرفة كافية عن أحوال السوق Outsider Speculators . والفئة الأولى من المضاربين هى التى تقود السوق إلى حالة من عدم الاستقرار من خلال دفع الأسعار إلى أعلى وإلى أسفل . فهم يواصلون الشراء عندما تكون الأسعار منخفضة نسبيا ، دافعين بذلك الأسعار نحو الارتفاع Driving the price up and up . وعندما ما تصل الأسعار إلى ذروتها يقومون بالبيع دافعين بذلك السوق نحو الانخفاض Driving the market down . أما الفئة الثانية من المضاربين فهم يشترون عند قمة ارتفاع الأسعار At the top ويبيعون عند وصولها إلى مستوياتها الدنيا At the bottom . وتكون خسائر الفئة الثانية معادلة لمكاسب الفئة الأولى ، ولكن على حساب عدم استقرار السوق .

إن المضاربة النشيطة ، بمرحلتيها وفئتيها من المضاربين ، يمكن أن تؤدى إلى الهوس المالى Manias ( حمى الشراء ) وإلى الذعر المالى Panics ( حمى البيع ) حينما يتسم تصرف كل مضارب منفرد بالرشادة فى حد ذاته ، فى حين يتسم تصرف مجموع المضاربين بعدم الرشادة ، وهو ما يمكن تسميته « بالمظهر الخادع للمركب» Fallacy of composition ، حيث يكون الكل مختلفا عن مجموع أجزائه . هذا المظهر الخادع للسوق وما يتضمنه من معاملات ، يشبه إلى حد بعيد نظرية « العنكبوت» Cobweb المعروفة فى مبادئ الاقتصاد حيث لايرتبط العرض والطلب معاً فى وقت واحد ، وإنما يكون هناك فاصل زمنى واسع فيما بينهما ، وذلك على خلاف مانراه مثلاً فى المزادات

العلنية حيث يرتبط العرض بالطلب لحظة بلحظة على نحو يجعل السوق ومعاملاته شديد الوضوح . فمع حلول متغيرات هيكلية جديدة فى الأسواق ، تتسع آفاق التعامل وتتغير التوقعات على نحو يجعل من الصعب على كل شخص أن يأخذ فى اعتباره طبيعة استجابة كل الأشخاص الآخرين . ويكتنف السوق حالة من الغموض أو عدم الشفافية تدفع معظم المضاربين إلى استجابات عنكبوتية Cobweb responses أبعد ما تكون عن الرشادة وتؤدى إلى تقلبات حادة فى أسعار السلع والأصول محل المضاربة ، وإلى سيادة حالة من عدم استقرار الأسواق . (٦)

**١ - ٣ - النموذج الاقتصادى للأزمات المالية :**

يعتمد هذا النموذج على تحليل قدمه « هايمان منسكى » H.Minsky بشأن التطور الداخلى للأزمات المالية ، ويؤكد فيه على مدى هشاشة أو ضعف النظام النقدى وما ينتج عن ذلك من كوارث . (٧)

وطبقاً لهذا النموذج ، فإن الأحداث المؤدية للأزمة تبدأ بحلول Displacement بعض العوامل الخارجية المنشأ تؤثر على الأداء الاقتصادى الكلى . ومن هذه العوامل : اندلاع حرب أو انتهائها ، تغيرات سياسية جسيمة ، نجاح مالى مفاجئ ، تطور تكنولوجى هائل .. إلخ . وأياً كان مصدر هذه العوامل ، فإنها إذا ما كانت تتسم بالجسامة والانتشار تعدل وجهات النظر أو الرؤى الاقتصادية عن طريق تغيير فرص الربحية داخل أكثر القطاعات أهمية فى الاقتصاد المعنى ، حيث يترتب عليها توليد فرص جديدة للربحية فى بعض القطاعات ، واختفاء أو تضاؤل الربحية فى قطاعات أخرى . ونتيجة لذلك تقوم المشروعات ، ومعها الأفراد أصحاب الثروات والقدرات المالية الكبيرة ، بانتهاز تلك الفرص فى القطاعات الأولى ، وبسحب استثماراتهم فى القطاعات الأخيرة . ولو قدر لفرص الربحية الجديدة الهيمنة والسيطرة ، لانتعش الاستثمار والإنتاج ، وتبدأ فترة من فترات الازدهار والانتعاش الاقتصادى .

ومع ازدهار النشاط الاقتصادى تتوسع البنوك فى منح ائتماناتها عن طريق التوسع فى منح القروض أو تطوير أدوات ائتمانية جديدة أو زيادة الاصدار النقدى ، محققة

بذلك زيادة كبيرة فى وسائل الدفع والعرض الكلى للنقود تغرى بخلق الدافع على المضاربة وتسهم فى تمويل وتغذية الأنشطة المضاربية . وتأخذ المضاربة شكل طلب فعال على السلع والأصول المالية . وبمرور الوقت يتزايد هذا الطلب لدرجة تفوق قدرة الاقتصاد المعنى على إنتاج هذه السلع أو على زيادة عرض الأصول المالية المتاحة . وينتج عن ذلك ارتفاع متواصل فى الأسعار ، وتزايد مضطرد فى فرص ومعدلات الربحية على نحو يجذب مزيد من الاستثمارات ويؤدى إلى مزيد من الدخول حتى يصل الاقتصاد إلى مرحلة « الشعور بالنشاط » Euphoria . ومع اتساع النشاط المضاربى والارتفاع المستمر فى الأسعار والتزايد المضطرد فى الاستثمارات فى مجال الإنتاج والبيع ، يصل الاقتصاد إلى نتيجة محتومة أطلق عليها « أدم سميث » A. smith ومعاصروه مرحلة « الإفراط التجارى » Overtrading .

والإفراط فى التجارة مفهوم واضح يتضمن ممارسات متنوعة أهمها : المضاربة البحتة على ارتفاع الأسعار ، بمعنى الشراء من أجل إعادة البيع بدلاً من الاحتفاظ بالسلع والأصول لاستخدامها أو الحصول على عوائدها ؛ الميل إلى المبالغة فى تقدير الأرباح والمكاسب المتوقعة نتيجة تزايد النشاط التجارى للمشروعات العاملة فى مجالات الإنتاج والتوزيع ؛ التشابك أو التداخل المفرط Excessive gearing الناتج عن النقص النسبى لوسائل الدفع النقدية المتاحة فى مواجهة الأسعار السائدة للسلع والأصول واحتمالات ارتفاعها، حيث تؤدى فرص الربحية ومحاولات الأفراد والمشروعات لاستغلالها إلى اندفاع شديد نحو شراء السلع والأصول بنظام البيع بالتقسيط أو من خلال منح ضمانات وائتمانات للشراء فى ظل ظروف يستطيع فيها المرء بيع هذه السلع والأصول أو تحويلها بكل ما عليها من التزامات لجنى أرباح أو مدفوعات مستقبلية . هذه الأنواع المختلفة من الممارسات تميل نحو الانتشار بسبب تقليد الأفراد والمشروعات لبعضهم البعض نتيجة ما يلاحظونه من تحقيق الآخرين لمكاسب كبيرة من وراء هذه الممارسات . ومع التزايد المضطرد للأفراد والمشروعات القائمة بهذه الممارسات والمغامرات ذات الطبيعة المضاربية ، تتحول هذه المضاربات فى مرحلة تالية إلى ما يمكن تسميته بالهوس المالى Manias الذى يتسم بعدم الرشادة الاقتصادية أو الفقاقيع

Bubbles التى تنذر بحالة الانفجار الوشيك . (٨)

ومع استمرار حالة الانفجار المضاربى ، تستمر أسعار السلع والأصول وأسعار الفائدة في الارتفاع ، وتزداد سرعة دوران النقود ، إلى أن تأتي مرحلة يقرر عندها البعض أن الوقت قد حان لجنى الأرباح عن طريق بيع مافى حوزتهم من سلع أو أصول. عندئذ يكون عند قمة السوق نوع من التردد والحيرة ، حيث يتوازن عدد المضاربين الجدد مع عدد المنسحبين من السوق . وتبدأ الأسعار في الهبوط ، مؤدية بذلك إلى فترة عصيبة من الاضطراب المالى Financial distress . لقد أصبح عدد كبير من المشاركين في الأنشطة المضاربية يدرك تماما أن الاندفاع نحو بيع الأصول المالية مقابل الحصول على السيولة أو النقود في طريقه إلى التزايد السريع ، مع ماينتج عن ذلك من نتائج مأساوية مدمرة تلحق بأسعار السلع والأوراق المالية ، تاركة كثرة من المقترضين غير قادرين على سداد ديونهم .

ومع استمرار واتساع حالة الاضطراب المالى ، يدرك المضاربون - تدريجياً أو فجأة- أن حالة السوق قد كفت عن الارتفاع أو الصعود ، وأنه قد حان الوقت للانسحاب . عندئذ تزداد حدة السباق المحموم للتخلص من الأصول الحقيقية والمالية وتحويلها إلي نقود ، ويتحول هذا السباق إلى مايشبه « الفرار الجماعى المذعور » Stampede . ومن علامات هذه الحالة : عجز البنوك والمشروعات عن توسيع أنشطتها ، تفشى أساليب الغش والخداع والتحايل للتخلص من الأصول والهروب من الأسواق ، هبوط أسعار الأصول التى كانت محلاً للمضاربات المبكرة ... إلخ . وعلى أية حال ، يستمر الاندفاع نحو الهروب الجماعى من الأسواق ، وتواصل الأسعار انخفاضها ، وتتزايد حالات الإفلاس ، وينتج عن ذلك حالة من الذعر المالى Panic ، أو حالة من التحويل المفاجىء Revulsion للسلع والأوراق المالية إلي نقود ، تدفع البنوك إلي الكف عن الإقراض بضمان هذه الأصول ، فيما يعرف بانهيار الجدارة الائتمانية .

. ويغذى الذعر المالى نفسه ، تماما كما تفعل المضاربة ، حتي يقع واحد أو أكثر من أمور ثلاثة : **الأول** ، هو أن تنهار الأسعار بدرجة كبيرة تجعل عدداً من الأفراد

يتحركون فى اتجاه عكسى نحو شراء بعض الأصول الأقل سيولة ، **والثانى** ، هـو أن تتعطل أو تتوقف المبادلات التجارية بسبب وضع حدود لانهيارات الأسعار وإغلاق البورصات والأسواق التجارية ، **أما الثالث** ، فهو نجاح مقرض الملاذ الأخير Lender of last resort فى إقناع المتعاملين فى الأسواق بأن النقود سوف تتاح بكميات تكفى لمواجهة حجم الطلب عليها . وعندما يتحقق الأمر الأول أو الثالث أو كليهما معاً ، يمكن أن تسترد الثقة في الأسواق ولو جزئيا فى إطار عمليات إعادة الترتيب والتكيف اللازمة لمواجهة الأزمة .

**١ - ٤ - مدى صلاحية النموذج السابق :**

أثار النموذج الاقتصادى السابق للأزمات خلافاً فى الرأى بشأن مدى صحته أو صلاحيته ، ويتلخص هذا الخلاف فى اتجاهين (٩) :

– اتجاه يرى أن كل أزمة تعتبر حالة فريدة بذاتها وناتجة عن مجموعة متميزة من الظروف غير المتشابهة ، وأنه توجد اختلافات كبيرة بين كل أزمة وأخري من الأزمات الاقتصادية ، بحيث يمكن اعتبار كل أزمة وكأنها مركب يتكون من مجموعة من العناصر المختلفة .

وفى مجال الرد على هذا الاتجاه ، ذهب البعض إلى أن الاتجاه السابق صحيح فيما يتعلق باختلاف السمات الفردية لكل أزمة بسبب الاختلاف فى : طبيعة العوامل المسببة للأزمة ، السلع والأصول محل المضاربة ، شكل أو أسلوب التوسع النقدى أو الائتمانى ، مدى براعة أساليب الخداع التى تنطوى عليها عمليات التخلص من السلع والأصول ، طبيعة الأحداث التى تؤدى إلى انفجار حالة التحول عن السلع والأصول والهروب من الأسواق . ومع ذلك يمكن القول – مستخدمين التعبير الفرنسى – أنه كلما تغيرت أشياء كثيرة بقيت كثير من الأوضاع على حالها The more something changes , the more it remains the same . فالتفاصيل تتكاثر بينما يبقى الهيكل ثابتا ، وما يهمنا هو الهيكل وليست التفاصيل .

– اتجاه آخر يري أن النموذج السابق للأزمة ينطبق فقط على الأزمات التى حدثت فى القرون الأولى للنظام الرأسمالى . أما فى الوقت الحالى فإن الأمور تختلف كثيراً ، فقد حلت تغيرات هيكلية ومؤسسية عديدة طورت الأسس التى تقوم عليها الاقتصادات الرأسمالية المعاصرة مثل ظهور ونمو المشروعات الضخمة ، وجود نقابات عمالية كبيرة ومؤثرة ، تدخل حكومي واسع فى المجالات الاقتصادية والاجتماعية ، انتشار المصارف الحديثة ، تقدم وسائل الاتصال ... الخ . هذه التغيرات فى تفاعلها مع بعضها البعض تجعل من نموذج الأزمة القائم على عدم استقرار النظام الائتماني شيئا باليا من مخلفات الماضى البعيد (١٠) .

وإذا كان هذا الاتجاه يلفت الانتباه نحو أهمية الأدخار والاستثمار والقوى الكامنة خلفهما ، إلا أن تجاهله لظروف عدم اليقين والمضاربة وعدم الاستقرار يبدو غير مبرر ولايعني أن هذه الظواهر قد اختفت أو انتهت إلي غير رجعة . وقد سلكت النظرية الكينزية نفس المسلك حينما تجاهلت عرض النقود . كما أن التركيبات الكينزية – النقدية مثل منحنيات IS-LM القائمة على الجمع بين علاقات الادخار والاستثمار (IS) والسيولة والنقود (LM) تبقى ناقصة إذا ما أسقطت من حسابها عدم استقرار التوقعات والمضاربات والائتمان . فالمدارس الكينزية والنقدية ، ومعها معظم النظريات الماكرواقتصادية الحديثة القائمة على المزج بين هذه المدارس ، ليست مخطئة بقدر ماهي ناقصة لهذا السبب .

وحقيقة الأمر هى أن مدى صلاحية النموذج السابق للأزمة تبدو مسألة متعددة الأبعاد ، ولايمكن حلها بطريقة يرضى عنها الجميع . وفى مثل هذه المسائل أو القضايا ، فإن اختلاف المناهج يبرره مدى عمق الإدراك أو القدرة على الفهم . فالنموذج السابق بانتقاله من مرحلة حلول عوامل خارجية المنشأ ، إلى مرحلة النشاط التجارى المفرط ، ثم إلى التوسع النقدى ، والتحول عن السلع والأصول ومحاولة التخلص منها ، وأخيراً الهروب الجماعى من الأسواق وانهيار الجدارة الائتمانية ، إنما يصف طبيعة الاقتصادات الرأسمالية بدرجة تكفى لتوجيه الانتباه إلي المشكلات الأساسية للسياسة الاقتصادية .

وعلى أية حال ، فإنه من المؤكد أن النموذج السابق ينطبق بشدة على أسواق الصرف الأجنبية التى تتميز بصعود وهبوط أسعار الصرف على نطاق واسع والتى تشهد مضاربات شديدة على أسعار العملات المختلفة . فالنموذج يصلح للعمل تماماً في أسواق النقد الدولية . أما على المستوى المحلى ، فإن أخطر المشكلات التى تواجه الاقتصادات المختلفة هي كيفية زيادة مستويات التشغيل دون إحداث موجات تضخمية، مما يعني ضرورة القيام بتوازنات محسوبة . وفى هذا المجال يمكن الاستفادة من النموذج السابق ، ولكن ليس بأكثر مما تقدمه النماذج الكينزية والنقدية التى تتضمن حساب هذه التوازنات عن طريق التحكم فى السياسات النقدية والائتمانية .

- ٢ -

## بعض جوانب الاقتصاد السياسى للأزمات

### ٢ - ١ - أنواع الأزمات

يمكن التمييز بين عدد من الأزمات الاقتصادية والمالية على النحو التالى [١١] :

١ - **أزمات عملة** Currency Crises

يحدث هذا النوع من الأزمات عندما تتعرض عملة بلد ما لهجوم مضاربى عنيف يؤدى إلى إنخفاض قيمتها انخفاضاً كبيراً ، أو إلى إكراه السلطات الحكومية لهذا البلد على الدفاع عن عملتها عن طريق إنفاق جانب كبير من احتياطياتها الدولية أو عن طريق رفع أسعار الفائدة عليها بشكل حاد .

٢ - **أزمات مصرفية** Banking Crises

وهى نوع من الأزمات يتعرض فيه بنك أو عدد من البنوك إلي تدافع شديد من جانب المودعين لسحب ودائعهم Bank Runs مع عدم القدرة على مواجهة طلبات السحب .

٣ - **أزمات مديونية خارجية** Foreign Debt Crises

وهى أزمات تعنى أن بلداً أو مجموعة من البلدان أصبحت غير قادرة على خدمة ديونها الخارجية .

٤ - **أزمات مالية شاملة** Systemic Financial Crises

وهى أزمات تتميز باضطرابات شديدة فى الأسواق المالية ، تضعف من قدرتها على أن تعمل بكفاءة ، وتؤدى إلى آثار غير مواتية بالنسبة للاقتصاد الحقيقى . ويتضمن هذا النوع من الأزمات المالية الشاملة صوراً مختلفة من الأزمات أهمها مايلى [١٢] :

أ - **أزمة سيولة** Liquidity Crisis

وهى غالبا ما تنتج عن الاندفاع نحو سحب الودائع من البنوك . ويمكن التغلب على

هذه المشكلة إذا كانت تتعلق ببنك واحد ، حيث يستطيع فى هذه الحالة بيع بعض أصوله للبنوك الأخرى للحصول على السيولة اللازمة . أما إذا كان التزاحم على سحب الودائع يمثل ظاهرة عامة تتعلق بكل النظام المصرفى ، فإن تنافس البنوك على التصرف فى أصولها ومحاولة تسييلها يؤدى إلى انهيار قيمتها ، ومن ثم تتحول مشكلة السيولة إلي مشكلة عدم القدرة على الوفاء بالإلتزامات .

**ب - أزمة التوقف عن الوفاء بالالتزامات** Insolvency Crisis

وتنتج هذه الصورة من صور الأزمات عن اختلال الهياكل التمويلية للمشروعات ، وعدم توافق هياكل الاستحقاق بين أصول وخصوم البنوك ومحدودية رؤوس أموالها . وحينما تتعرض المشروعات والبنوك إلي التعثر وتصبح على وشك التوقف عن الوفاء بالتزاماتها ، فإنها تميل إلى الدخول فى مجالات استثمار تتسم بالمغامرة وارتفاع درجة المخاطر على أمل الحصول على عوائد مرتفعة ، بدلاً من الدخول فى مجالات استثمار آمنة منخفضة العائد . وفى معظم الأحيان ينتهى بها هذا السلوك إلي الإفلاس، وهو ما حدث بالفعل لكثير من بنوك الإقراض والادخار فى الولايات المتحدة فى أوائل الثمانينات .

**جـ - أزمة انفجار فقاقيع الأصول** Asset Bubbles Burst Crisis

وينتج هذا النوع من الأزمات عندما ترتفع أسعار الأصول ارتفاعاً شديداً بسبب هجوم مضاربى عنيف ، حيث يعتقد كل مضارب أنه بمنأى عن مخاطر انهيار السوق لأنه يستطيع الخروج منه فى الوقت المناسب أو لأنه قد حقق مكاسب رأسمالية ضخمة تؤمنه ضد مخاطر الانهيار (١٣) . ولكن بمجرد عودة أسعار الأصول إلي قيمتها الحقيقية يحدث الانهيار . ومن أشهر الأمثلة على هذا النوع من الأزمات انهيار سوق الأوراق المالية فى الولايات المتحدة الذى ساهم فى اندلاع أزمة الكساد الكبير فى عام ١٩٢٩ ، وانهيار سوق الأوراق المالية فى اليابان فى عام ١٩٩٠ (١٤) .

د - أزمة استراتيجيات وقف الخسائر Stop - loss Strategies Crisis

وينتج هذا النوع من الأزمات عن استخدام ممارسات معينة من جانب التجار والمضاربين لتنظيم عمليات بيع وشراء الأوراق المالية ، حيث يصدرون أوامرهم للسماسرة بالبيع أو بالشراء عند أسعار معينة . فإذا ما انتشرت هذه الممارسات ، فإن انخفاضا فى الأسعار قد يتفاقم بشكل ضخم نتيجة هذه الممارسات . ويعتقد كثير من المحللين أن انهيار أسواق الأوراق المالية فى الولايات المتحدة فى أكتوبر عام ١٩٨٧ كان ناتجا عن انتشار هذه الممارسات (١٥) .

هذه الأنواع المختلفة من الأزمات قد تقع منفردة أو مجتمعة ، فعلى سبيل المثال ، تضمنت أزمة بلدان شرق وجنوب شرق آسيا ١٩٩٧ – ١٩٩٨ ، ومن قبلها أزمة المكسيك ١٩٩٤ – ١٩٩٥ عناصر أزمات العملة والأزمات المصرفية وأزمات المديونية ، فى حين كانت أزمة آلية أسعار الصرف الأوربية ( ERM ) ١٩٩٢ – ١٩٩٣ أزمة عملات فقط . وقد تبدأ الأزمة في شكل نوع واحد فقط من الأزمات ثم تتطور لتشمل عناصر الأنواع الأخرى من الأزمات . فالأزمات المصرفية غالبا ما تسبق أزمات العملة ، وبصفة خاصة فى البلدان المتخلفة ، كما حدث فى تركيا وفنزويلا فى منتصف التسعينات . كما أن المشكلات المصرفية عادة ما تسبق أزمات المديونية كما حدث فى الأرجنتين وشيلى عام ١٩٨١ – ١٩٨٢ (١٦) .

٢ - ٢ - الخصائص المميزة للأزمات المختلفة :

بذلت بعض المحاولات فى الأدب الاقتصادى لوضع معايير يمكن عن طريقها التعرف على الأزمات وبيان الخصائص المميزة للأنواع المختلفة منها ، وبصفة خاصة أزمات العملات والأزمات المصرفية . فأزمة العملة يمكن تعريفها ببساطة على أنها انخفاض شديد فى القيمة الإسمية للعملة . هذا المعيار يستبعد ، أو لايتضمن ، الحالات التى تتعرض فيها العملة لضغوط شديدة ، ولكن السلطات الحكومية تنجح في الدفاع عنها عن طريق تدخلها المكثف فى سوق الصرف الأجنبية ، أو عن طريق رفع أسعار الفائدة ، أو بأية وسيلة أخرى . ولهذا تم تطوير معيار آخر عبارة عن مؤشر على الضغوط

المضاربية يأخذ فى اعتباره تغيرات سعر الصرف ، تحركات الاحتياطيات الدولية ، وتحركات أسعار الفائدة التى يمكن أن تمتص أو تلطف الضغوط التى تتعرض لها العملة (١٧) .

أما الأزمات المصرفية فهى أكثر صعوبة فى التعرف عليها عمليا ، إما بسبب طبيعة المشكلات المصرفية ذاتها أو بسبب نقص المعلومات المتاحة بشأنها . فالاندفاع نحو البنوك لسحب الودائع غالبا ما يكون نتيجة للمشكلات المصرفية لاسببا لها ، كما أن هذه المشكلات وما ينتج عنها من أزمات غالبا ما تكون ناتجة عن ممارسات تتعلق بجانب أصول البنوك ( الاستخدامات ) وليس بجانب الخصوم ( الموارد ) . ولهذا فإن هناك مؤشرات معينة يمكن من خلالها الاستدلال على قرب اندلاع الأزمات المصرفية ، من ذلك مثلاً : نسبة الديون المعدومة فى الحوافظ المالية للبنوك ، التقلبات الشديدة في أسعار الأسهم والعقارات ، تزايد حالات الإفلاس فى قطاع الأعمال ... الخ . وإزاء نقص المعلومات المتعلقة بهذه المؤشرات فى كثير من البلدان ، فإنه يمكن الاستدلال على الأزمات المصرفية من خلال مزيج من الأحداث : الإغلاق الفورى لعدد من المشروعات ، الاندماج ، الاستيلاء الحكومي على عدد من المؤسسات المالية ، الاندفاع نحو البنوك لسحب الودائع ، تقديم مساعدات حكومية مكثفة للمؤسسات المالية المتعثرة ... الخ .

وقد استخدمت المعايير السابقة فى دراسة عملية للتعرف على أزمات العملات والأزمات المصرفية التى شهدها أكثر من خمسين بلداً ( ٢٢ من البلدان المتقدمة ، ٣١ من البلدان المتخلفة ) فى الفترة من ١٩٧٥ - ١٩٩٧ . وقد تبين من الدراسة أن هذه البلدان قد شهدت خلال تلك الفترة نحو ١٥٨ أزمة عملة ونحو ٥٤ أزمة مصرفية . وكانت أزمات العملة أكثر انتشاراً فى الفترة ١٩٧٥ - ١٩٨٦ بسبب الصدمات الخارجية القوية التى تعرضت لها كثير من البلدان خلال تلك الفترة ، فى حين كانت الأزمات المصرفية أكثر انتشاراً فى الفترة ١٩٨٧ - ١٩٩٧ بسبب تزايد عمليات تحرير القطاع المالى في كثير من البلدان خلال تلك الفترة . وكانت البلدان المتقدمة أقل تعرضا للأزمات من البلدان المتخلفة ، فقد تعرضت البلدان الأخيرة إلى ضعف عدد أزمات العملة وإلى أكثر من ضعف عدد الأزمات المصرفية التى تعرضت لها البلدان الأولي . ومن ناحية أخرى ،

كانت الفترات التى تندلع فيها الأزمات فى البلدان المتقدمة هى نفسها الفترات التى تندلع فيها أزمات البلدان المتخلفة ، وكانت الأزمات المصرفية تسبق فى الغالب أزمات العملة وليس العكس فى البلدان المتقدمة والمتخلفة على السواء (١٨) .

**٢ - ٣ - المؤشرات الاقتصادية للأزمات :**

ليس هناك ، بطبيعة الحال ، مؤشرات واضحة الدلالة على إمكانية التنبؤ بالأزمة بشكل يقينى وإلا أمكن معالجة الموقف بمجرد ظهور هذه المؤشرات ، ومن ثم يمكن تجنب الأزمات . ومع ذلك ، يمكن القول أن هناك مجموعة من المؤشرات الدالة فقط على مواقف تتسم بتزايد مخاطر التعرض للأزمات . والمنهج الشائع الاستخدام فى بناء « نظام للإنذار المبكر » Early Warning System هو تحديد مجموعة من المتغيرات الاقتصادية التى يختلف سلوكها فى الفترة السابقة على الأزمة عن سلوكها المعتاد . ومن خلال مراقبة سلوك هذه المتغيرات ، يمكن التنبؤ بإمكانية اندلاع الأزمة . ونظراً لاتساع نطاق هذه المتغيرات ، فإن اختيار بعضها كمؤشرات على احتمال حدوث الأزمة دون بعضها الآخر يتوقف على فهم كل شخص لأسباب الأزمات . فإذا كان الاعتقاد السائد هو أن الأسباب الأساسية للأزمات تكمن فى المشكلات المالية ، فإنه سوف يعتمد على مجموعة من المتغيرات مثل : العجز المالى ، الاستهلاك الحكومي ، الائتمانات المصرفية للقطاع العام ... الخ . وإذا كان ينظر إلى ضعف القطاع المالى على أنه سبب رئيسى للأزمات ، فإن أهمية خاصة سوف تعطى لمؤشرات أخرى مثل : تزايد الأئتمانات الممنوحة للقطاع الخاص ، إجراءات تحرير القطاع المالى ، الديون الأجنبية قصيرة الأجل المستحقة على القطاع المصرفى ، هيكل أسعار الفائدة المحلية ، تقلبات أسعار الأسهم ، نوعية القروض المصرفية ونسبة الديون المعدومة ... الخ . أما إذا كان يعتقد أن مشكلات القطاع الخارجي مسئولة أكثر من غيرها من المشكلات عن الأزمات ، فإن الأولوية سوف تعطى لمؤشرات أخرى مثل : سعر الصرف الحقيقى ، ميزان الحساب الجارى ، تغيرات معدل التبادل الدولى ، تفاوت أسعار الفائدة المحلية عن أسعار الفائدة العالمية ، تغير مستويات وهياكل استحقاقات التدفقات الوافدة لرأس المال الأجنبى ... الخ (١٩) .

وباستخدام المنهج السابق ، أظهرت الدراسة السابقة الإشارة إليها والتى أجريت على عينة شملت ٥٣ دولة متقدمة ومتخلفة بشأن ما تعرضت له من أزمات فى الفترة من ١٩٧٥ - ١٩٩٧ ، أن سلوك بعض المتغيرات الاقتصادية الأساسية مثل أسعار الصرف الحقيقية ، مؤشرات الأسواق النقدية والمالية ، وبعض المتغيرات المتعلقة بالتجارة كان يختلف فى فترة ما قبل الأزمة بعام أو عامين عن سلوكها المعتاد . ففى كثير من الحالات ، ارتبطت الأزمات بارتفاع حقيقى في قيمة العملات المحلية ، ارتفاع معدلات التضخم ، تراجع تدفقات رأس المال الوافدة وتزايد التدفقات العكسية ، توسع نقدى وائتمانى ، دورة من انتعاش ثم انكماش فى أسعار الأصول Boom - Bust Cycle ، تزايد عجز الموازين الخارجية ، تحرير الأسواق المالية ، تزايد نسبة رؤوس الأموال قصيرة الأجل فى إجمالى التدفقات الوافدة لرأس المال (٢٠).

**٢ - ٤ - مصادر الأزمات :**

يقصد بمصادر الأزمات العوامل التى تساعد على وقوع اختلالات تؤدى إلى جعل اقتصاد ما عرضه للأزمة ، ومن ثم فهي تختلف عن الأسباب المباشرة للأزمات التى تتمثل في أحداث أو سياسات محددة تؤدى مباشرة لاندلاع الأزمات . وعلى ذلك فإن مصادر الأزمات هي مجموعة من العوامل التى تخلق الظروف أو البيئة المواتية لوقوع الأزمات . ومن أهم هذه العوامل : عدم استقرار السياسات الاقتصادية الكلية ، ضعف الهياكل المالية ، ظروف الأسواق المالية العالمية ، عدم الاستقرار السياسى ، تقلبات النشاط الاقتصادى ، وذلك على النحو التالى (٢١) :

١ - كان عدم استقرار السياسات الاقتصادية الكلية من العوامل الهامة التى أدت إلي اندلاع كثير من الأزمات المالية . ففى كثير من الحالات ، تؤدى السياسات النقدية والمالية التوسعية إلى انتعاش النشاط الإقراضى بشكل خطير ، وإلى تراكم شديد للديون ، وإلى الاستثمار المفرط في مجال العقارات ، دافعة بذلك أسعار الأسهم والعقارات إلى الارتفاع الشديد . ومن ناحية أخرى ، فإن السياسات النقدية والمالية المقيدة التى تستهدف احتواء مخاطر التضخم واختلال الموازين الخارجية

وتصحيح أسعار الأصول ، قد تؤدى إلى تباطؤ النشاط الاقتصادى ، وإلى صعوبة خدمة الديون ، وإلى انخفاض قيمة الضمانات ، وإلى تزايد نسبة الديون المعدومة التى تهدد البنوك بالإفلاس . لقد كانت العوامل الاقتصادية الكلية ، وبصفة خاصة انتعاش النشاط الإقراضى ، وراء ضعف القطاع المالى في كثير من بلدان أمريكا الجنوبية وغيرها من الأسواق الناشئة . وكان عدم استقرار هذه العوامل كذلك سبباً فى اندلاع كثير من الأزمات المصرفية التى شهدتها البلدان الصناعية فى فترة ما بعد الحرب (٢٢) .

٢ - لعبت العوامل الخارجية أيضا دوراً هاماً في وقوع الكثير من الأزمات المالية ، وبصفة خاصة في الأسواق الناشئة . ومن أهم هذه العوامل التحولات الضخمة فى معدلات التبادل الدولى وفى أسعار الفائدة العالمية . فالانخفاض غير المتوقع فى أسعار الصادرات على سبيل المثال ، يؤدى إلى إضعاف قدرة المشروعات المحلية على خدمة ديونها وإلى تشوه نوعية القروض المصرفية . كما أن تحركات أسعار الفائدة فى البلدان الصناعية الكبري أصبحت بالغة الأهمية بالنسبة لاقتصادات الأسواق الناشئة ، عاكسة بذلك الاندماج المتزايد لأسواق رأس المال الدولية وعولمة الاستثمارات . إن انخفاض أسعار الفائدة العالمية يؤدى إلى تدفقات مالية ضخمة إلي الأسواق الناشئة بحثا عن معدلات أعلى للعائد . كما أن ارتفاع أسعار الفائدة العالمية يؤدى إلى نقص هذه التدفقات مما يؤدى إلي ارتفاع نفقات التمويل وإلى ضعف القطاع المالى فى هذه الأسواق . وهكذا يمكن أن تلعب ظروف الأسواق المالية الدولية دوراً هاماً في نشوب الأزمات المالية .

٣ - كان لمكونات تدفقات رأس المال أثرها البالغ فى اندلاع عدد من أزمات العملة فى بلدان الأسواق الناشئة . فقد كان الاعتماد الشديد على القروض قصيرة الأجل في تمويل عجز الحساب الجارى الضخم سبباً أساسياً في اندلاع أزمة المكسيك ٩٤ - ١٩٩٥ وأزمة بلدان جنوب شرق آسيا فى عام ١٩٩٧ . أما الاستثمارات الأجنبية المباشرة فهى أكثر أمانا من الاقتراض الأجنبى قصير الأجل . فعلى حين تسهم الاستثمارات الأجنبية المباشرة فى تزايد القدرة الإنتاجية للاقتصاد

المضيف ، تستخدم القروض قصيرة الأجل ، غالباً ، فى تمويل الاستهلاك . ومن ناحية أخرى ، فإنه عند اندلاع الأزمة غالبا ما ترفض البنوك الأجنبية الدائنة تأجيل سداد مستحقاتها وتسارع فى التخلص مما فى حوزتها من أوراق مالية محلية ؛ أما أصحاب الاستثمارات الأجنبية المباشرة فإنه قد يصعب عليهم التصرف فى أصولهم الإنتاجية أو التخلص منها نظراً لصعوبة إيجاد مشترين لها فى ظل ظروف الأزمة . لقد كانت أزمة المديونية التى تعرضت لها بلدان أمريكا الجنوبية فى عام ١٩٨٢ مرتبطة بتزايد قروضها الخارجية قصيرة الأجل المقترنة بأسعار فائدة متغيرة . كما برهنت أزمة بلدان جنوب شرق آسيا فى منتصف عام ١٩٩٧ على خطورة التدفقات المالية قصيرة الأجل . وعلى ذلك فإن مكونات تدفقات رأس المال وهياكل استحقاقاتها وترتيبات أسعار الفائدة يمكن أن تلعب دوراً هاماً فى اندلاع أو تجنب الأزمات المالية .

٤ - ومن بين العوامل التى تسهم في خلق بيئة ملائمة للأزمات كذلك تبنى نظم أسعار الصرف الثابتة أو غير المرنة . إذ أن أسعار الصرف الثابتة تشجع على الاقتراض الأجنبى بسبب تجاهل المقترضين لمخاطر سعر الصرف . وسواء تم الاقتراض الخارجى مباشرة بمعرفة المشروعات المحلية أو بطريق غير مباشر من خلال وساطة المؤسسات المالية المحلية ، فإن تزايد القروض المسماة بالعملات الأجنبية يسهم فى تعريض الاقتصاد المعني لمخاطر الصدمات الداخلية أو الخارجية ومن ثم لمخاطر الأزمات المالية .

٥ - وأخيراً ، فإن تشوهات القطاع المالى الناتجة ، في الغالب ، عن عمليات التحرير المالى السريع فى البلدان التى تتميز بضعف نظم الرقابة والإشراف ، والتدخل الحكومى المباشر في تسعير وتخصيص الائتمان تسهم في تعريض هذه البلدان لمخاطر الأزمات المالية . فلقد كان لضعف نظم الرقابة والإشراف فى البيئات المالية الأكثر تحرراً دورها فى خلق مشكلة المخاطر المعنوية أو الأخلاقية Morl Hazard عن طريق تشجيع المؤسسات المالية على القيام بأنشطة إقتراضية غير حكيمة تتضمن درجات عالية من المخاطر . كما أن ضعف كفاءة الأطر المحاسبية

والقانونية والمؤسسية وعدم الوضوح والشفافية يزيد من ضعف وهشاشة القطاعات المالية ، ويحد من قدرة الحكومات على اتخاذ الاجراءات الصحيحة لمواجهة الأزمات . ونظراً لخطورة هذا العامل الأخير كمصدر للأزمات التى شهدتها الاقتصادات الرأسمالية فى العقود القليلة الماضية ، فإنه يجرى التأكيد عليه فى الأدبيات الاقتصادية الحديثة ، وهو ما يتطلب منا ضرورة تناوله بشئ من التفصيل فى البند التالى .

**٢ - ٤ - ١ - هشاشة البيئة المالية وتعريض الأسواق المالية للخطر.**

لماذا تعرضت الاقتصادات الرأسمالية ، المتقدمة والمتخلفة على السواء ، لعدد غير قليل من الأزمات المالية المتتالية والقريبة جداً من بعضها ابتداءً من منتصف الستينات تقريبا فى حين لم تتعرض لذلك طوال العشرين عاماالتى تلت الحرب العالمية الثانية ؟ يرى كثير من المحللين الاقتصاديين أن السبب فى ذلك يكمن في أن فترة ما بعد الحرب وحتى منتصف الستينات تميزت بهكيل مالي قوى Robust Financial Structure حال دون وقوع هذه الأزمات ، فى حين تتميز فترة ما بعد منتصف الستينات وحتي الآن بهيكل مالى هش Fragile Financial Structure يخلق البيئة المواتية لاندلاع الأزمات(٢٣) .

إن ظروف الأزمات المالية لايمكن فهمها إلا في إطار تاريخي واسع ، تعد الأزمة أحد أجزائه . ومن الملاحظ أن الاقتصادات الرأسمالية المعاصرة تشهد بين الحين والآخر مستويات مختلفة النطاق من حيث مدى قوة أو هشاشة هياكلها المالية – Robustness Fragility Scale . ونظراً لغلبة الطبيعة التاريخية لهذه الاقتصادات على طبيعتها الميكانيكية ، فإن فهمها يقتضى الابتعاد عن العالم السهل للاقتصاد القياسى ومظاهره الزائفة ، والدخول فى عالم الواقع حيث المعاملات الحقيقية والمؤسسات والسياسات التى تتفاعل مع بعضها وتؤثر فى بعضها البعض .

وفى هذا العالم الحقيقى ينبغى أن نفرق بين نموذجين اقتصاديين : نموذج المقايضة العينية الذى يقوم على الإنتاج البسيط والمبادلة والذى ترتكز عليه النظرية الاقتصادية ؛

ونموذج السوق المالية المعروف بنموذج « وول ستريت » Wall Street الذى يقوم على أساس وجود شبكة من العلاقات المالية المتداخلة وتدفقات نقدية ترتبط كلها ببعضها من خلال آليات للإنتاج والتوزيع . ونظراً لأن النموذج الأول يسقط من حسابه كثيراً من المتغيرات الأساسية مثل الوقت ، النقود ، عدم اليقين ، الظروف التاريخية ، السياسات الاقتصادية ، المؤسسات المالية وغيرها ، يصبح النموذج الثانى أفضل نقطة بدء لتنظير الاقتصاد الرأسمالى المعاصر (٢٤) .

وفى نموذج السوق المالية أو نموذج « وول ستريت » يتحدد مدى قوة أو هشاشة النظام المالى وفقا لمايلى (٢٥) :

- نمط التمويل الذى تعتمد عليه الوحدات الاقتصادية والذى يتضمن فى الغالب خليطا من التمويل الآمن Hedege Finance التمويل المضاربى Speculative Finance .
- نسبة الأصول السائلة وشبه السائلة فى حافظة الأوراق المالية .
- مدى اعتماد الاستثمار على التمويل من خلال القروض Debt - Finance .
- مدى تغير المواقف تجاه تحمل درجات أعلى من المخاطر .

ومن المعروف أن الأصول الرأسمالية تدر عائداً مستقبلياً بمرور الوقت يتمثل فى صورة تدفقات نقدية تعتمد على حجم الطلب على المنتجات التى تنتجها هذه الأصول ، وعلى الكيفية التى يتم وفقا لها تمويل الحصول على هذه الأصول والتى تتمثل عادة فى خليط من المساهمات المالية والقروض . ومن ثم تصبح المشكلة الأساسية للوحدة الاقتصادية المالكة لهذه الأصول هي تحقيق التوازن بين ما تحصل عليه من تدفقات نقدية ناتجة عن بيع منتجاتها التى أنتجتها باستخدام هذه الأصول ، وما تؤديه من مدفوعات نقدية لخدمة الديون التى استخدمتها فى شراء تلك الأصول .

*** التمويل الأمن والتمويل المضاربى .**

تحدد طبيعة خصوم أية وحدة اقتصادية الكيفية التى يجب أن تتم وفقا لها المدفوعات

النقدية التى تلتزم هذه الوحدة بتأديتها . وهذه المدفوعات النقدية يمكن أن تكون فى متناول الوحدة الاقتصادية ، أى تحت يدها ، كما يمكن الحصول عليها من عدة مصادر أهمها : تدفقات نقدية ناتجة عن عمليات الوحدة ، بيع بعض أصول الوحدة، إصدار ديون جديدة ، وتنفيذ الآخرين لالتزماتهم إزاء الوحدة . وبطبيعة الحال هناك حدود على قدرة الوحدة على بيع بعض أصولها ، فهى إما أصول رأسمالية تستخدم فى الإنتاج داخل الوحدة ، أو أصول مالية يصعب تصريفها بسبب كساد أسواقها . وهذه الأصول بنوعيها هى التى تحدد وضع الوحدة الاقتصادية من حيث مدى قوة أو ضعف مركزها المالى فى السوق . ولايخرج الأمر عن أحد احتمالات ثلاثة :

١ - إذا كانت جملة التدفقات النقدية التى تحصل علها الوحدة من عملياتها تزيد على جملة مدفوعاتها النقدية اللازمة لخدمة ديونها بهامش كبير فى كل الأوقات ، فإن هذه الوحدة تتميز باستخدام نمط للتمويل الآمن ، شأنها فى ذلك شأن الأسرة التى يزيد دخلها الشهرى عن نفقاتها الشهرية ، وكذلك شأن المشروع المربح غير المحمل بديون قصيرة الأجل والذى تتكون معظم خصومه من مساهمات مالية مدفوعة وليس من القروض .

٢ - إذا كانت جملة المدفوعات النقدية اللازمة لخدمة ديون الوحدة تزيد على جملة التدفقات النقدية التى تحصل عليها من عملياتها خلال بعض الأوقات ، وليس فى كل الأوقات ، كانت الوحدة ذات تمويل مضاربى .

٣ - إذا كانت مدفوعات فائدة الدين فقط دون مدفوعات أصل الدين تزيد على التدفقات النقدية التى تحصل عليها الوحدة من عملياتها ، تكون الوحدة مستخدمة لأسوأ نمط من أنماط التمويل المضاربى يعرف باسم « التمويل البونزى » Ponzi financing (٢٦) .

ومن بين أهم الفروق الأساسية بين الوحدات الاقتصادية ذات التمويل الآمن والوحدات ذات التمويل المضاربى والبونزى هو أن وحدات التمويل الآمن تخضع لمخاطر تقلبات السوق بالنسبة لمنتجاتها فقط ، أما وحدات التمويل المضاربى والبونزى فإنها

تخضع لمخاطر تقلبات السوق بالنسبة لمنتجاتها بالإضافة لخضوعها لمخاطر تقلبات الأسواق المالية . ويترتب على هذا الفارق الأساسى نتيجتان : الأولى هى أن القيمة الحالية لأنشطة وحدات التمويل الآمن دائما ما تكون موجبة بصرف النظر عن تحركات أسعار الفائدة ، بينما تكون القيمة الحالية لعمليات أية وحدة من وحدات التمويل المضاربى ، والتى تأتيها تدفقات الفائض النقدى ( الإيرادات ) متأخرة عن خروج تدفقات العجز النقدى ( النفقات أو المدفوعات )، إيجابية أو سلبية بحسب المستويات السائدة لأسعار الفائدة ، إذ أن ارتفاع أسعار الفائدة يمكن أن يحول القيم الايجابية للتدفقات النقدية إلى قيم سلبية فى وحدات التمويل المضاربى ، والثانية هى أن ارتفاع أسعار الفائدة يمكن أن يحول وحدات التمويل المضاربى إلى وحدات التمويل البونزى (الصورة الأسوأ فى مجال التمويل المضاربى ) ، إذ أن إعادة تمويل نفقات تشغيلها يتطلب عندئذ مدفوعات نقدية تزيد عما تولده أصولها من إيرادات أو دخول .

يضاف إلى ما تقدم أن كافة الوحدات الاقتصادية ، أيا كان نمط تمويلها ، معرضة فى أسواق منتجاتها إلى أحداث يمكن أن تقلل التدفقات النقدية المتولدة من أصولها . وهذا النقص فى دخل الأصول وما قد ينتج عنه من تخلف عن أداء الديون أو إعادة هيكلة هذه الديون يمكن أن يحول الوحدات ذات التمويل الآمن إلى وحدات ذات تمويل مضاربى . فإذا ما جرت الأمور على هذا النحو الخاطئ أو السئ بالنسبة لوحدات التمويل الآمن ، فإنها سوف تسير إلى الأسوأ بالنسبة لوحدات التمويل المضاربى والبونزى . وعلى ذلك فإنه كلما زادت نسبة التمويل المضاربى فى إجمالى الهيكل المالى ، زادت هشاشة هيكل النظام المالى بكامله .

*** الاندفاع نحو التمويل المضاربى وتصاعد حدة المخاطر.**

تؤكد الأزمات المالية العديدة التى تعرضت لها كثير من البلدان الرأسمالية خلال العقود القليلة الماضية أن الاقتصاد الرأسمالى المعاصر يمر بمرحلة انتقال من حالة كانت تتميز بسيطرة هياكل مالية قوية إلى حالة تتسم بسيادة هياكل مالية هشة . فما هى أسباب هذا التحول ؟ لماذا يتجه حجم المديونية قصيرة الأجل إلى التزايد المضطرد؟

ولماذا تتناقص الرغبة فى حيازة الأصول النقدية حتى أصبح الهيكل المالى هشا لدرجة تكفى لوقوع مثل هذه الأزمات المالية ؟ نحاول فيما يلى استنتاج بعض الإجابات على أهم هذه التساؤلات من خلال استعراض النقاط التالية التى تؤكد على تزايد وتعمق الطبيعة المضاربية لأنشطة تمويل الوحدات الاقتصادية المختلفة . (٢٧)

١ – مع بداية إنشاء المشروع ، يقوم أصحابه بتدبير الموارد المالية الخارجية (الديون) اللازمة لتمويل إنشائه بالقدر الذى يعتقدون أن إيرادات المشروع سوف تكفى للوفاء بهذه الديون . فى هذه الحالة ، يكون المشروع قائما على نمط للتمويل الآمن . ومع ذلك ، فإن هذا التمويل الآمن لايخلو من بعض العناصر الحدسية (أى القائمة على التخمين والتوقع ) Conjectural elements : فالموارد المالية الخارجية ( الديون ) اللازمة لتمويل إنشاء المشروع تعتمدعلى الإيرادات المتوقعة للمشروع ، وهذه الإيرادات تعتمد على ظروف سوق السلعة التى سوف ينتجها المشروع وظروف السوق النقدية ؛ ونفقة إنشاء المشروع تتوقف على الوقت الذى تستغرقه عملية إنشائه وعلى ظروف سوق عناصر الإنتاج المستخدمة فى الإنشاء. ومن المعروف أن تقديرات الفنيين بشأن الفترة اللازمة للانتهاء من إنشاء المشروع يعتريها الكثير من الأخطاء Error - prone، شأنها فى ذلك شأن توقعات الاقتصاديين المتعلقة بإيرادات المشروع ونفقاته ، وهكذا تتسم عملية التمويل الأولى للمشروعات بطبيعة مضاربية منذ البداية .

وعلى ذلك فإن أية إطالة لفترة إنشاء المشروعات ، أية زيادة نسبية فى مستويات أسعار مستلزمات الإنتاج إلى أسعار المنتجات ، أية زيادة فى معدل الديون إلى رأس المال فى عملية تمويل المشروعات ، أية زيادة فى أسعار الفائدة قصيرة الأجل ، سوف تؤدى إلى اتساع وتعمق الطبيعة المضاربية للتمويل فى الاقتصاد المعنى ، ومن ثم إلى تزايد هشاشة هيكله المالى . ومع تزايد قيمة البرامج الاستثمارية التى تعتمد على التمويل المضاربى فى اقتصاد ما ، يصبح هذا الاقتصاد عرضة للأزمات المالية .

٢ - تقوم عمليات الإقراض والاقتراض على أساس ضرورة توافر هوامش متعددة للأمان . وأول هذه الهوامش هو أن تزيد حصيلة التدفقات النقدية المتوقعة للوحدة الاقتصادية على مدفوعاتها النقدية فى كل الفترات . وفى حين يتحقق هذا الهامش بالنسبة للوحدات التى تعتمد على التمويل الآمن ، فإنه لا يتحقق بشأن وحدات التمويل المضاربى ، وثانى هوامش الأمان يتمثل فى زيادة القيم الحالية للأصول على القيم الحالية للخصوم . وإذا كان هذا الهامش يمكن أن يتحقق بشأن وحدات التمويل الآمن والمضاربى ، إلا أنه نظراً لما تتميز به أسواق الأصول المالية بالضعف وعدم الاستقرار فى كثير من الأحيان ، فإن الزيادة فى القيم الحالية للأصول على الخصوم يمكن أن تتبخر إذا ما دعت الحاجة إلى بيع جانب من الأصول من أجل الوفاء بالمدفوعات النقدية للوحدة الاقتصادية . أما هامش الأمان الثالث فيتمثل فى حيازة احتياطيات نقدية سائلة Cash kickers من جانب الوحدة الاقتصادية ، تزيد عن احتياجات تشغيلها، تحسبا لنقص غير متوقع فى متحصلاتها النقدية أو زيادة غير متوقعة فى مدفوعاتها ، حتى لا يتأثر الأداء العادى للوحدة . وعلى الرغم من أن وحدات التمويل المضاربى مطالبة أكثر من غيرها بالاحتفاظ بكميات كبيرة من هذه الاحتياطيات النقدية ، إلا أن واقع الحال فى الاقتصادات الرأسمالية المعاصرة يوضح أنه كلما زادات نسبة التمويل المضاربى ، انخفضت أرصدة الاحتياطيات النقدية السائلة ، خلافا لما يجب أن يكون . وربما يرجع السبب فى ذلك إلى تزايد نفقة الاحتفاظ بالنقود ، وتزايد أرباح المضاربات المالية ، وتغير المواقف تجاه تحمل المخاطر بحيث أصبح المستثمرون يعطون أهمية أقل لظروف عدم اليقين ويقبلون أكثر على المغامرة وتحمل المخاطر .

٣ - إذا كانت أساليب الإنتاج المقبولة تتوقف على القيود الموضوعية المتعلقة بالنشاط الإنتاجى ، فإن أساليب التمويل المقبولة تتوقف على التفضيل الشخصى الجارى للبنوك ورجال الأعمال وتوقعاتهم لأداء الاقتصاد المعنى . ولهذا فإنه نظراً لما كان يتميز به الهيكل المالى للاقتصادات الرأسمالية من قوة طوال الخمسينات وحتى

منتصف الستينات ، كان اتجاه رجال الأعمال والبنوك نحوتفضيل وزيادة مديونيتهم قصيرة الأجل اتجاها مقبولاً . وربما كانت المشكلة الوحيدة آنذاك هى أن هذا النجاح قد أدى إلى تجاهل إمكانية حدوث فشل محتمل ، إذا أن نجاح النشاط الاقتصادى عبر فترة طويلة نسبيا من الزمن فى ظل غياب صعوبات مالية كبيرة أدى إلى تطوير اقتصادات بالغة النشاط Euphoric Economies أصبح التمويل قصير الأجل فيها هو الأسلوب الطبيعى لكثير من المشروعات والمؤسسات فى تمويل استثماراتها طويلة الأجل .

وبقدر ما لحق بالمؤسسات والأفراد والمعاملات من تغير فى الفترة الواقعة بين أزمة الكساد الكبير فى الثلاثينات وحتى منتصف الستينات ، كان من الطبيعى أن ينشأ اعتقاد لدى البنوك المركزية والتجارية والحكومات ورجال الأعمال والاقتصاديين بحلول حقبة جديدة أو عصر جديد . وتم تجاهل كل التحذيرات التى انطلقت تنادى بعدم حدوث تغيرات أساسية فى طبيعة دورات الأعمال ، وبأن أزمات الركود أو الكساد يمكن أن تندلع فى أى وقت . ولم تجد هذه الاتجاهات التحذيرية من يروج أفكارها وينتصر لوجهة نظرها ، ومن ثم تم تجاهل كل ما تتضمنه من تحليلات نظرية وتاريخية ومؤسسية . وبات من الواضح أن الأداء الناجح للأسواق المالية طوال الخمسينات وحتى منتصف الستينات قد تطور فى اتجاه تزايد التمويل المضاربى قصير الأجل على نحو يحمل معه مخاطر تحول الهيكل المالى القوى إلى هيكل مالى هش بمرور الوقت .

٤ - بالإضافة إلى تزايد وتعمق اتجاهات التمويل المضاربى ، شهدت بيئة ما بعد الحرب العالمية الثانية تحولاً فى سلوك المشروعات والمصارف تجاه تفضيل أنشطة اقتصادية عالية المخاطر ، متخلية بذلك عن سلوكها التقليدى الذى كان يتسم بالحرص والتعقل والرشادة والحذر الشديد . وقد كان وراء هذا التحول عدد من الأسباب أهمها [٢٨] :

- تمكنت حكومات البلدان الرأسمالية المتقدمة من تحقيق درجة عالية ن النجاح فى

استخدام سياسات نقدية ومالية أسفرت عن استقرار الأداء الاقتصادى الكلى خلال الخمسينات وحتى منتصف الستينات . كما استطاعت من خلال برامج واجراءات معينة مثل : التأمين على الودائع ، تنظيم ائتمانات سوق الأوراق المالية ، تنظيم المصارف والإشراف عليها ، تسهيلات مقرض الملاذ الأخير ، المساعدات الحكومية وغيرها أن تخفف أو تقلل درجة المخاطر الاقتصادية والمالية المختلفة ، مما شجع المشروعات والبنوك على الدخول فى مجالات الأنشطة عالية المخاطر .

- أن الاتجاه نحو التهوين من المخاطر أو التقليل من شأنها قد يحدث بسبب أن النتائج النهائية لهذه المخاطر لا تظهر فى الحال ، إذ أن الأنشطة الاقتصادية عالية المخاطر يمكن أن تستمر فترة طويلة نسبيا من الزمن قبل أن تتعرض للفشل.

- أن الإقدام على تحمل المخاطر العالية يمكن أن يحدث بسبب قيام مديرى حوافظ الأوراق المالية باتخاذ قراراتهم على أساس تقليد غيرهم بدلاً من الاعتماد على معايير موضوعية .

- أن مواقف المديرين تجاه تحمل المخاطر تتوقف على هيكل المكافآت والجزاءات . فالمدير الذى يتوقع أن يعاقب فى حالة الخسارة ولا يكافأ فى حالة المكسب لن يقدم على تحمل المخاطر . أما المدير الذى يتوقع أن يكافأ جيداً فى حالة المكسب وأن يجد وظيفة أخرى فى موقع آخر إذا ما تعرض للخسار ة فى موقعه الأول ، فإنه يكون على استعداد كبير لتحمل المخاطر . ويبدو أن هيكل الجزاءات والمكافآت فى معظم المشروعات الحالية من هذا النوع الآخير ، مما يعنى تزايد الاتجاه نحو تحمل المخاطر العالية .

نخلص مما تقدم إلى أن حالة عدم الاستقرار هى عملية داخلية المنشأ تجد جذورها فى التطور الدورى لأوضاع ميزانيات الوحدات الاقتصادية المختلفة . فالقرارات المتعلقة بالتمويل والإنفاق ( الموارد المالية واستخداماتها ) هى التى تحدد ، بالمشاركة مع السياسات الحكومية وطبيعة المؤسسات المالية الموجودة ، نمط ودرجة الضغوط المالية

التى تخضع لها هذه الوحدات . إن التوسع الاقتصادى الهائل الذى شهدته فترة ما بعد الحرب وحتى منتصف الستينات جلب معه تزايد الاتجاه نحو التمويل المضاربى فى القطاعات الاقتصادية المختلفة ، إذ أن الموارد المالية الذاتية ( أو الداخلية ) كانت قاصرة عن تمويل الاستخدامات المخططة . وترتب على ذلك تزايد الاقتراض ، وتحرك أسعار الفائدة إلى أعلى ، وارتفاع نسبة الدين إلى رأس المال ، وتزايد أعباء خدمة الديون ، وارتفاع نسبة الدين قصير الأجل إلى جملة الديون ، وانخفاض نسبة الأصول المالية إلى الخصوم قصيرة الأجل ، وغير ذلك من الآثار التى جعلت ميزانيات الوحدات الاقتصادية المختلفة تتميز بدرجة عالية من المخاطر ، والتى شكلت أساس الهيكل المالى الهش المعرض للأزمات . ومن ناحية أخرى ، كانت السمة المميزة لفترة أواخر الستينات وما بعدها هى سحق كل أشكال القيود التى تحول دون انطلاق الحريات الفردية إلى آفاق أكثر رحابة فى كل مجالات الحياة المختلفة . وضاعت كثير من القيود أو الحدود التقليدية التى كانت تحكم السلوك الإنسانى فى مختلف المجالات ، وانعكس ذلك بطبيعة الحال على السلوك الاقتصادى والمالى للوحدات الاقتصادية المختلفة ، حيث شهدت الساحة الاقتصادية ممارسات مالية مستهجنة تمخضت عن اندفاع شديد نحو التخلص من كثير من القيود المنظمة للنشاط الاقتصادى ، مما ساهم بدوره فى التطور تجاه الهياكل المالية الهشة المعرضة للأزمات .

**٢ - ٥ - التأثير المعدى للأزمات Contagion Effect**

من السمات الملحوظة بالنسبة للأزمات المالية ، إمكانية انتقال تأثيرها أو عدواها من بلد إلى آخر . ويرجع هذا التأثير المعدى للأزمات إلى ثلاث مجموعات من الأسباب (٢٩):

١ – إن الأزمات يمكن أن تكون ناتجة عن سبب عام مشترك A common cause مثل تحولات كبرى فى البلدان الصناعية تجلب معها الأزمة فى الأسواق الناشئة . فالارتفاع الحاد فى أسعار الفائدة فى الولايات المتحدة فى أوائل الثمانينات كان أحد أسباب نشوب أزمة المديونية فى بلدان أمريكا الجنوبية . كما أن ارتفاع سعر صرف الدولار مقابل الين اليابانى فى الفترة من ١٩٩٥ – ١٩٩٧ ساهم فى ضعف

القطاع الخارجى فى عدد من بلدان جنوب شرق آسيا . وإذا كانت مثل هذه العوامل أو الصدمات تساهم فى إمكانية تعرض بعض البلدان للأزمات ، إلا أن اندلاع الأزمة بالفعل يتوقف على الظروف الاقتصادية المحلية فى كل بلد معرض للأزمة ، مثل هشاشة القطاع المالى ، تفاقم المديونية ، تبنى أنظمة غير مرنة لأسعار الصرف ...الخ . (٣٠)

٢ – يمكن أن تنتج الأزمة بسبب تأثير عوامل اقتصادية خارجية Spillover Externalities ، حيث تؤثر الأزمة فى بلد ما على الأوضاع الاقتصادية الأساسية فى غيرها من البلدان ، إما بسبب العلاقات التجارية وروابط أسواق رأس المال (تخفيض قيمة العملة فى بلد ما يؤثر سلبيا على القدرة التنافسية الدولية للبلدان الأخرى ) أو بسبب الاعتماد المتبادل لحوافظ استثمار الدائنين ( نقص السيولة فى أحد الأسواق يمكن أن يدفع الوسطاء الماليين فى الأسواق الأخرى إلى تسييل أصولهم ) ومن أمثلة الأزمات التى انتقلت عدواها لهذا السبب أزمة آلية أسعار الصرف الأوربية ٩٢ – ١٩٩٣، حينما أدى تخفيض قيمة بعض العملات الأوربية إلى ضعف بقية العملات ، وكذلك أ زمة بلدان شرق وجنوب شرق آسيا فى منتصف عام ١٩٩٧ . (٣١)

٣ – أن الأزمة فى أحد البلدان قد تدفع الدائنين إلى إعادة تقييم الأوضاع الاقتصادية الأساسية فى البلدان الأخرى ، حتى ولو لم يكن هناك أية تغيرات فى هذه البلدان، وذلك من أجل تقليل مخاطر استثماراتهم . وغالبا ما يكون هذا السلوك من جانب الدائنين ناتجا عن تأثير عوامل نفسية وعن نقص فى المعلومات والشفافية يدفعهم إلى اتباع سلوك القطيع Herd behavior ، حيث يميل الدائنون إلى محاكاة بعضهم البعض . إن عدوى الأزمة تنتقل فى هذه الحالة عبر الآلية المعروفة « بنداء الاستيقاظ » Wake up call ، بمعنى أن اندلاع الأزمة فى بلد ما يؤدى إلى استيقاظ الدائنين وتنبيههم إلى ضرورة إعادة تقيم الجدارة الأئتمانية للمقرضين فى البلدان الأخرى . ومن هنا يبدأ الدائنون فى اتخاذ ما يلزم من اجراءات وتدابير لحماية أموالهم تؤدى إلى انتشار الأزمة (٣٢)

وبصفة عامة يمكن القول أن التجارب التاريخية تشير إلى أن انتقال عدوى الأزمات يكون أكثر انتشاراً على النطاق الإقليمى منه على النطاق العالمى ، وأكثر خطورة فى فترات الاضطراب منه فى فترات الاستقرار ، وأن الأزمات تنتقل فى الغالب من البلدان الكبيرة إلى البلدان الصغيرة (٣٣) .

# ٣

# أزمات الأسواق الناشئة

## ٣ - ١ - نظرة عامة .

يقصد بالأسواق الناشئة ، أسواق عدد من البلدان المتخلفة التى تتلقى كميات ضخمة من تدفقات رأس المال الخارجى ، والتى أصبحت – من ثم – أكثر اندماجا فى السوق الدولية وأكثر استجابة أو أشد حساسية لآليات السوق . والأزمة المالية فى سوق ناشئة تعنى أن اقتصاداً ناشئا أو صاعداً كان قد تعود على تلقى تدفقات ضخمة من رؤوس الأموال لفترة طويلة من الزمن ثم توقفت هذه التدفقات ، وبدأ الاقتصاد يواجه طلبا متزايدا وفجائيا لمدفوعات خدمة هذه التدفقات الوافدة فى صورة تدفقات عكسية خارجة لرأس المال . وتؤدى هذه التدفقات العكسية إلى ارتباك مالى نظراً لأنها قد تؤدى إلى التخلف عن الوفاء بالديون أو على الأقل تدفع فى اتجاه ذلك بحيث تجعل الاقتصاد المعنى على حافة التوقف عن دفع ديونه ، مما يدفعه إلى الدخول فى مفاوضات لإعادة جدولة ديونه أو للحصول على قروض جديدة تمكنه من تمويل مدفوعات القروض القديمة[٣٤] .

وقد شهدت القرن العشرون عدداً من الأزمات المالية الدولية التى شملت بتأثيراتها كثيراً من البلدان المختلفة . فخلال أزمة الكساد الكبير الذى بدأ فى عام ١٩٢٩ ، توقفت فجأة تدفقات تمويل السندات من الولايات المتحدة إلى بلدان أمريكا الجنوبية مؤدية بذلك إلى انتشار واسع لمشكلة توقف المدينين عن دفع ديونهم . وقد استغرق حل هذه المشكلة قرابة جيل كامل ، وفى عام ١٩٨٢ تعرضت المكسيك لنفس المشكلة عندما كانت غير قادرة على الوفاء بديونها قصيرة الأجل . وقد أعقب أزمة المكسيك هذه انسحاب عام للأئتمان من البلدان المتخلفة على نحو أدى إلى تصاعد مشكلات التوقف عن دفع الديون وإعادة جدولتها من خلال التفاوض مع ما يقرب من اثنتى عشرة دولة دائنة . وقد شهدت كل من شيلى ، أرجواى ، والأرجنتين أزمات مالية مماثلة فى بداية الثمانينات ، فى أعقاب عدم الانضباط المالى الذى ساد فى أواخر السبعينات . وشهدت التسعينات كذلك

عدداً من الأزمات فى الأسواق الناشئة : المكسيك ، تركيا ، وفنزويلا فى عام ١٩٩٤، الإرجنتين فى بداية عام ١٩٩٥ ، ثم أخيراً بلدان جنوب شرق آسيا فى عام ١٩٩٧ . وقد اضطرت معظم هذه البلدان إلى الدخول فى ترتيبات ائتمانية واسعة النطاق تمكنها من الحصول على قروض ضخمة من أجل الوفاء بمدفوعات خدمة ديونها.

وقد اتسمت هذه الأحداث والتطورات التى اصطبغت بها معظم الأسواق الناشئة بخصائص مشتركة أهمها (٢٥) :

- تحولات فجائية فى التدفقات المالية ، من تفقات رأسمالية وافدة إلى تدفقات خارجة .
- كانت غير متوقعة إلى حد ما .
- ولدَّت اتجاهات انكماشية عميقة فى البلدان المدينة .
- تمخضت عن بعض الخسائر بالنسبة للمستثمرين الأجانب .

لقد ساهم انخفاض معدلات العائد على الأصول فى البلدان الصناعية منذ بداية التسعينات فى تدفق رؤوس الأموال الأجنبية بكثافة على أسواق البلدان الناشئة بحثا عن معدلات أعلى . وقد شجع على ذلك أيضا تزايد الثقة فى الأداء الاقتصادى فى كثير من الأسواق ، ورغبة المستثمرين فى تنويع حوافظ استثماراتهم ، وقيام كثير من الاقتصادات الناشئة بتحرير أسواقها المالية لجذب الاستثمارات الأجنبية . وقد تمخضت التدفقات المالية قصيرة الأجل إلى هذه الأسواق عن وجود فائض كبير فى السيولة . وبدلاً من استيعاب هذه السيولة فى استثمارات انتاجية ، تدفق جانب كبير منها إلى أنشطة استثمارية غير إنتاجية تتميز بدرجة عالية من المخاطر مثل المضاربة على الأوراق المالية والعقارات ، تطورت فى بعض الأسواق الناشئة إلى إفلاس العديد من المشروعات والمؤسسات المالية ثم إلى الأزمة . (٢٦)

**٣ - ٢ - أزمة المكسيك والأرجنيتين ١٩٩٤ - ١٩٩٥ .**

نقدم فيما يلى عرضا موجزاً لأزمة كل من المكسيك والأرجنتين كمثال على أزمات

الأسواق الناشئة يمكن أن يساعدنا فى فهم أزمة بلدان جنوب شرق آسيا التى نتناولها بالتفصيل فى القسم التالى من البحث .

لقد حدثت الأزمة فى المكسيك على مرحلتين . ففى أوائل عام ١٩٩٤ ، اتسمت تصرفات المستثمرين الأجانب بالحذر الشديد بسبب عدم الاستقرار الناتج عن الانتخابات العامة فى ذلك العام . ونتج عن ذلك انخفاض شديد فى تدفقات رأس المال الوافدة إلى المكسيك فى الربع الثانى من عام ١٩٩٤ على نحو أدى إلي تزايد مخاطر التهديد بتخفيض قيمة العملة وتدنى معدلات النمو . واستجاب البنك المركزى المكسيكى لضغوط الانتخابات العامة فتوسع فى منح الأئتمان المحلى ، واستمر فى محاولات تثبيت سعر الصرف بعد ما شهدت العملة المحلية انخفاضا محدوداً فى قيمتها . وقد تمخض هذا الوضع عن انخفاض مضطرد فى الاحتياطيات الأجنبية من نحو ٢٨ مليار دولار فى فبراير عام ١٩٩٤ إلى ١٠ مليار دولار فقط فى أوائل ديسمبر ١٩٩٤ . وبعد تولى الحكومة الجديدة مقاليد الأمور فى ديسمبر ١٩٩٤ ، بدأت الشائعات تنتشر حول إقدام الحكومة على تخفيض قيمة العملة المحلية ، الأمر الذى أدى إلى مزيد من استنزاف احتياطى النقد الأجنبى حتى بلغ ٦ مليار دولار فقط فى منتصف ديسمبر من نفس العام . وأعقب ذلك تخفيض قيمة العملة فى الفترة من ١٩ – ٢٢ ديسمبر ١٩٩٤ ثم سمح بتعويمها بعد ذلك .(٣٧)

ثم بدأت المرحلة الثانية من أزمة المكسيك بعد تخفيض قيمة العملة مباشرة فقد أدرك كل من الدائنين المحليين والأجانب أنه يجب على الحكومة القيام بتسديد ديون قصيرة الأجل تقدر بنحو ٢٨ مليار دولار خلال شهور قليلة قادمة فى الوقت الذى لا تمتلك فيه من احتياطيات النقد الأجنبى أكثر من ٦ مليار دولار . وفجأة وجدت المكسيك نفسها عاجزة عن اقتراض أموال جديدة لخدمة هذه الديون . لقد كانت الحكومة قادرة على الوفاء بالدين Solvent ، ولكن تعوزها السيولة اللازمة لذلك Illiquid . فهى كانت قادرة على الوفاء بالدين نظراً لأن هذا الدين البالغ قيمته ٢٨ مليار دولار لم يكن يمثل سوى ١٠٪ من الناتج المحلى الإجمالى للمكسيك وكانت الميزانية الحكومية متوازنة تقريبا . وهكذا دفع بالحكومة المكسيكية إلى حافة التوقف عن تسديد الديون فى بداية عام

١٩٩٥ ولم ينقذها من هذا المصير إلا قيام الولايات المتحدة وصندوق النقد الدولى بترتيب قرض دولى طارئ لها من مصادر رسمية . واستخدمت حكومة المكسيك القرض فى دفع ديونها ، وأصبحت قادرة على خدمة مدفوعات القرض الجديد كذلك ابتداءً من عام ١٩٩٦ (٣٨) .

أما أزمة الأرجنتين فقد جاءت في أعقاب أزمة المكسيك . فعلى الرغم من الأداء الاقتصادى القوى للأرجنتين فى عام ١٩٩٤ وبداية عام ١٩٩٥ ؛ إلا أن القلق كان يساور المستثمرين المحليين والأجانب بشأن استقرار سعر الصرف ، وبدأوا فى سحب أموالهم من البنوك على أثر الانهيار الذى حدث فى المكسيك ، متأثرين كذلك بظروف عدم الاستقرار المتوقعة فى الانتخابات العامة بالأرجنتين فى مايو ١٩٩٥ . وتحولت طلبات سحب الأموال من البنوك إلي حالة من الذعر الشديد التى يتنافس فيها المودعون على سحب أموالهم . فقد كان هناك مايشبه الفرار الجماعى Mass Exodus للمودعين والدائنين من البنوك التجارية الأرجنتينية . وتعرضت البنوك – من ثم – إلى نقص فى السيولة وعدم القدرة على الوفاء بالتزاماتها . واستطاعت الأرجنتين أن تهرب من شبح الانهيار عن طريق قرض دولى طارىء رتبه لها صندوق النقد الدولى بمشاركة البنك الدولى وبعض المصادر الرسمية والخاصة الأخرى .

وهكذا تعرضت الأرجنتين بدورها إلى أزمة مالية فى عام ١٩٩٥ أثرت على الأداء الاقتصادى الكلى فيها طوال ذلك العام ، ولم تفق منها إلا فى عامي ١٩٩٦ ، ١٩٩٧ . فقد انهار معدل نمو الناتج المحلى فيها من نحو ٨ ٪ عام ١٩٩٤ إلى سالب ٤ ٪ فى عام ١٩٩٥ وذلك قبل أن يرتفع مرة أخرى إلي ٤ ٪ فى عام ١٩٩٦ ثم إلي ٨ ٪ فى عام ١٩٩٧ . وانهارت أسعار الأوراق المالية فى أسواقها المالية ابتداءً من الربع الأخير من عام ١٩٩٤ ، وتشهد مزيداً من الانهيار طوال عام ١٩٩٥ وذلك قبل أن تبدأ فى الصعود فى عام ١٩٩٦ وتواصل ارتفاعها فى عام ١٩٩٧ . ولم تبدأ تدفقات رأس المال الوافدة فى استعادة نشاطها وتتحول إلي تدفقات داخلة صافية إلا بعد تحسن الأوضاع فى عامى ١٩٩٦ ، ١٩٩٧ (٣٩) .

لقد تعرضت كل من المكسيك والأرجنتين لأزمة مالية بسبب نقص السيولة ، فالخصوم الأجنبية قصيرة الأجل كانت تزيد على الأصول الأجنبية قصيرة الأجل . ولتوضيح مشكلة نقص السيولة التى عانت منها بعض الأسواق المالية الناشئة يمكن مقارنة حجم الديون الأجنبية قصيرة الأجل باحتياطيات النقد الأجنبى ، وهو مايوضحه الجدول التالى رقم (١) بالنسبة لعدد من البلدان المتخلفة .

جدول رقم (١)

*الديون قصيرة الأجل واحتياطيات النقد الأجنبى فى عدد مختار من البلدان المتخلفة فى عامى ١٩٩٤ ، ١٩٩٧ « بالمليار دولار »*

| البلد | يونيو ١٩٩٤ | | | يونيو ١٩٩٧ | | |
|---|---|---|---|---|---|---|
| | الدين قصير الأجل | احتياطيات النقد الأجنبى | نسبة الدين / الاحتياطى | الدين قصير الأجل | احتياطيات النقد الأجنبى | نسبة الدين / الاحتياطى |
| الأرجنتين | ١٧,٦ | ١٣,٠ | ١,٣ | ٢٣,٩ | ١٩,٧ | ١,٢ |
| البرازيل | ٢٩,٠ | ٤١,٣ | ٠,٧ | ٤٤,٢ | ٥٥,٨ | ٠,٨ |
| شيلى | ٥,٥ | ١٠,٨ | ٠,٥ | ٧,٦ | ١٧,٠ | ٠,٤٤ |
| فنزويلا | ٤,٤ | ٥,٤ | ٠,٨ | ٣,٦ | ١٣,٢ | ٠,٢٨ |
| المكسيك | ٢٨,٠ | ١٦,٥ | ١,٧ | ٢٨,٠ | ٢٣,٨ | ١,٢ |
| الهند | ٥,٠ | ١٦,٧ | ٠,٣ | ٧,٧ | ٢٥,٧ | ٠,٣ |
| باكستان | ١,٨ | ٢,٣ | ٠,٧ | ٣,٠ | ١,٣ | ٢,٤ |
| كوريا | ٣٥,٠ | ٢١,٧ | ١,٦ | ٧٠,٦ | ٣٤,١ | ٢,١ |
| ماليزيا | ٨,٠ | ٣٢,٧ | ٠,٢٥ | ١٦٣ | ٢٦,٦ | ٠,٦ |
| تايوان | ١٧,٠ | ٩٠,٠ | ٠,٢ | ٢٢,٠ | ٩٠,٠ | ٠,٢٤ |
| تايلاند | ٢٧,٠ | ٢٧,٤ | ١,٠ | ٤٥,٦ | ٣١,٤ | ١,٥ |
| أندونسيا | ١٨,٨ | ١١,٠ | ١,٧ | ٣٤,٧ | ٢٠,٣ | ١,٧ |
| الفلبين | ٢,٦ | ٦,٥ | ٠,٤ | ٨,٣ | ٩,٨ | ,٨٥ |
| تركيا | ٨,٨ | ٤,٣ | ٢,٠ | ١٣,١ | ١٦,١ | ٠,٨ |
| الأردن | ٠,٧ | ١,٣ | ٠,٥ | ٠,٦ | ١,٦ | ٠,٣٦ |

*المصدر :* *Radelet , S. & J. Sachs (1998) , op. cit., p. 15*

ويلاحظ من الجدول أن نسبة الدين قصير الأجل إلى احتياطيات النقد الأجنبى فى كل من المكسيك والأرجنتين قد بلغت حداً حرجاً فى عام ١٩٩٤ . هذا بالإضافة إلى عدد من الأسواق الناشئة الأخرى وبصفة خاصة بعض بلدان جنوب شرق آسيا التى ضربتها الأزمة في عام ١٩٩٧ .

**٢ - ٢ - تفسير أزمات الأسواق الناشئة :**

ركزت معظم التحليلات الاقتصادية فى تفسيرها لأزمات الأسواق الناشئة التى حدثت قبل اندلاع أزمة بلدان جنوب شرق آسيا فى منتصف عام ١٩٩٧ على ثلاث مجموعات مختلفة من العوامل أو الأسباب ، نعرض لكل منها بإيجاز من خلال الاتجاهات الثلاثة الآتية :

١ - **الاتجاه الأول** : يري أن أسباب هذه الأزمات تكمن في التغيرات غير المتوقعة لظروف الأسواق الدولية التى تؤثر على قدرة البلدان المدينة على الوفاء بمدفوعات خدمة ديونها . ومن هذه الظروف : تغيرات أسعار الفائدة العالمية ، تغيرات أسعار السلع الداخلة فى التجارة الدولية ، تغير ظروف أو شروط التجارة الدولية ... الخ . ففى أزمة عام ١٩٢٩ ، كان السبب الرئيسى لوقف تمويل السندات فى بلدان أمريكا الجنوبية يتمثل فى ظروف الانتعاش التى شهدتها الأسواق المالية فى الولايات المتحدة قبل الأزمة والتى زادت من صعوبات إصدار سندات دولية جديدة . كما أن انهيار أسعار السلع الدولية أثر على قدرة البلدان المصدرة لهذه السلع على خدمة ديونها . وبمجرد أن توقفت عمليات الإقراض ، أخذت الأوضاع الاقتصادية الدولية فى التردى مع بداية الكساد الكبير وتصاعد حدة الاتجاهات الحمائية . وفى أزمة مديونية المكسيك عام ١٩٨٢ ، كانت أهم التغيرات المصاحبة لها ارتفاع أسعار الفائدة الأمريكية وارتفاع سعر الدولار مما أدى إلي انخفاض أسعار سلع التجارة الدولية مقومة بالدولار . هذا المزيج من التغيرات دفع المستثمرين الأجانب إلي إعادة تقييم قدرة البلدان المدينة ، مثل المكسيك ، على الوفاء بالتزامات خدمة ديونها (٤٠) .

٢ - **الاتجاه الثانى** : يرى أن التغيرات غير المتوقعة داخل البلدان المدينة نفسها هي التي جعلت الدائنين يعيدون تقييم قدرة المدينين على الوفاء بديونهم ، ومن ثم كانت هذه التغيرات هى المسئولة عن اندلاع الأزمات . ومن هذه التغيرات المحلية: عدم الاستقرار السياسى ، تزايد أعباء خدمة الديون ، سوء الإدارة الاقتصادية ... الخ . ويعتقد أنصار هذا الاتجاه أن الأزمات المالية التى اندلعت مؤخراً فى عدد من الأسواق الناشئة كانت تتميز بغياب التغيرات غير المتوقعة فى الأسواق الدولية . ففى أزمات ٩٤ - ١٩٩٥ فى كل من الأرجنتين ، المكسيك ، تركيا ، وفنزويلا ، كانت ظروف التمويل الدولية مستقرة ، وكانت أسعار الفائدة الأمريكية معتدلة ، كما كان نظام التجارة العالمية مفتوحاً . ولهذا يرى أصحاب هذا الاتجاه في تفسيرهم لهذه الأزمات أنها ناتجة بصفة أساسية عن السياسات الاقتصادية الحاكمة للأداء الاقتصادى الكلى وسوء إدارتها داخل هذه البلدان (٤١) .

٣ - **الاتجاه الثالث** : يرى أن الأزمات المالية الحالية فى الأسواق الناشئة تجد مصدرها فى عدم الاستقرار الحقيقي والواضح فى سوق الإقراض الدولى وعدم استقرار الأسواق المالية بصفة عامة . والفكرة الأساسية لدى هذا الاتجاه فى تفسيره لأزمات الأسواق الناشئة هي أن سوق الإقراض الدولى معرض لأزمات ذاتية النشأة والأداء Self - Fulfilling بمعنى أنها أزمات ناتجة عن السلوك الذاتى للمقرضين وآليات حركة سوق الإقراض الدولى نفسه . فعلى الرغم من أن سلوك كل مقرض فردى في هذه السوق يمكن أن يتسم بالرشادة فى حد ذاته ، إلا أن النتيجة النهائية والكلية لأداء السوق فى مجموعة قد تتميز بوجود تدفقات رأسمالية غير رشيدة تتسم بارتفاع نفقاتها وبتحولات فجائية مذعورة وغير ضرورية فى اتجاهاتها (٤٤) .

فى إطار هذا الاتجاه ينبغى التمييز بين حالتين : حالة عدم السيولة Illiquidity ، وحالة العجز عن الوفاء بالديون Insolvency . فالمقترض العاجز عن الوفاء بديونه An insolvent borrower تعوزه أو تنقصه القيمة المالية الصافية Net worth اللازمة

لإعادة دفع ديونه القائمة ، أى أن إيراداته المستقبلية لاتكفى لدفع ديونه القائمة . أما المقترض الذى لاتتوافر لديه السيولة An illiquid borrower فتعوزه أو تنقصه الموارد المالية الحاضرة أو الجاهزة Ready Cash اللازمة لسداد مدفوعات خدمة ديونه الجارية على الرغم من امتلاكه للقيم المالية الصافية التى تمكنه من إعادة دفع ديونه فى الأجل الطويل . وتحدث أزمة السيولة عندما يكون المقترض قادراً على الوفاء بديونه ، ولكن تنقصه السيولة بسبب عدم استطاعته اقتراض أموال جديدة من أسواق رأس المال تمكنه من النهوض بأعباء خدمة ديونه الحالية . ونظراً لأن المقترض يكون قادراً فى هذه الحالة على الوفاء بديونه Solvent ، فإن أسواق رأس المال تستطيع تزويده بقروض جديدة لدفع ديونه الجارية ، بسبب توقع قدرته على خدمة ديونه القديمة والجديدة معاً . ولكن حينما تصبح أسواق رأس المال غير راغبة أو غير قادرة على تقديم قروض جديدة لمثل هذا المقترض الذى تعوزه السيولة فقط ، تحدث المشكلة التى يمكن أن تسفر عن الأزمة .

إن السبب الأساسى لفشل أسواق رأس المال أو عجزها عن تقديم القروض فى هذه الحالة يكمن فيما يمكن تسميته بمشكلة « السلوك الجماعى » Collective Action للسوق . فكل مقرض فردى لايستطيع وحده أن يزود كل المقترضين الذين تعوزهم السيولة بما يحتاجونه من قروض جديدة ، فى حين يستطيع كل المقرضين كمجموعة واحدة القيام بذلك . ولكن المشكلة هي أن كل مقرض فردى قد لايكون راغبا فى تقديم قروض جديدة إلا إذا كان كل المقرضين الآخرين لديهم الرغبة فى ذلك أيضا . من هنا تحدث أزمة السيولة بسبب « السلوك الجماعى » لمجموعة المقرضين . إن أحد التوازنات المحتملة في أسواق رأس المال إذاً تتمثل فى عدم إقدام أى مقرض فردى على تقديم قروض جديدة للمقترض الذى تعوزه السيولة لأن كل مقرض فردى على حدة قد يتوقع أن المقرضين الآخرين لن يقدموا على ذلك أيضا (٤٢) .

وعلى أثر أزمة المديونية التى أصابت كثير من البلدان المتخلفة فى عام ١٩٨٢، قدم بعض الباحثين نموذجا لهذا النوع من الأزمات ذاتية النشأة والأداء ، يتعلق بالمؤسسات المصرفية . فحينما يلجأ كل المودعين إلى سحب ودائعهم من أحد البنوك ، فإنهم يدفعون

البنك بذلك نحو التوقف عن الوفاء بالتزاماته . في هذا النموذج ، يتلقى البنك الودائع من عدد كبير من المودعين فى الفترة صفر Period Zero . ثم يقوم البنك بإقراض النقود لمشروع استثمارى لفترة طويلة ولن يتمكن من استردادها إلا فى الفترة الثانية Period two . ولكن كل المودعين يقومون بطلب سحب ودائعهم فجأة فى الفترة الأولى Period one . هنا يضطر البنك إلى استدعاء أو طلب القرض الذى كان قد منحه للمشروع الاستثمارى قبل أن يحل أجل الوفاء به . فى هذه الحالة لن يكون هناك مفر من تصفية هذا المشروع المدين وبيع أصوله من أجل تسديد القرض . ومع ذلك قد يظل البنك خاضعاً لقيود أو ضغوط السيولة إذا كانت القيمة المتحصل عليها من بيع المشروع المدين لاتكفى لتغطية الدين ، ومن ثم تكون غير كافية لمواجهة طلبات السحب من جانب المودعين (٤٤) .

إن العرض السابق يمثل شرحاً مبسطاً لنوذج « عدم السيولة وعدم القدرة على الوفاء بالديون » Illiquidity - Insolvency Model لتفسير السلوك الجماعى أو سلوك القطيع فى الأسواق المالية ، الذى يتجسد فى قيام الدائنين بالتصرف وفقا لتصرف غيرهم من الدائنين الآخرين ، بعيداً عن أية ظروف تتعلق بوضع المدين أو حتي بمؤشرات السوق . إن تصرفات كل دائن تكون أكثر استجابة لتصرفات الدائنين الآخرين من استجابتها لأية معلومات خاصة بالسوق . وقد تقتضى اعتبارات الرشادة أو المنطق في مثل هذه الحالات قيام صانعى السياسة باتخاذ قراراتهم بناءً على تصرفات الدائنين أصحاب المبادرة الأولى فى الحركة بدلاً من الاعتماد على مؤشرات السوق ، رغم ماقد يترتب على ذلك من خروج على مفهوم الكفاءة الاجتماعية بالمعنى الذى أشار إليه « باريتو » Pareto حينما ذهب إلي أن الكفاءة الاجتماعية تتحقق حينما يتجاهل كل مستثمر تصرفات المستثمرين الآخرين (٤٥) .

**٣ - ٤ - استقرار أسواق رأس المال المحلية :**

وفقاً للاتجاه الأخير فى تفسير أزمات الأسواق الناشئة فإن السبب الأساسى لاندلاع هذه الأزمات يكمن في عدم استقرار أسواق رأس المال الدولية وتعرضها بين

الحين والآخر لأزمات ذاتية النشأة والأداء تنتج عن السلوك الجماعي للمقرضين الدوليين. ويدفعنا هذا الاتجاه للتساؤل التالي : لماذا كانت أسواق رأس المال المحلية ، وبصفة خاصة في الاقتصادات الرأسمالية المتقدمة ، أقل عرضة للذعر المالي ؟ أو لماذا تتسم هذه الأسواق بالاستقرار النسبي الذي يحد من انطلاق السلوك الجماعي نحو الذعر المالي ومن ثم نحو الأزمات ذاتية الأداء ؟

تبنت الاقتصادات الرأسمالية المتقدمة آليات معينة تؤدي إلى استقرار أسواقها المالية نسبياً . ومن أهم هذه الآليات مايلي (٤٦) :

**١ - آلية مقرض الملاذ الأخير :**

ظلت الولايات المتحدة لفترات طويلة تتعرض لأزمات مصرفية ناتجة عن عوامل محلية أو داخلية من ذلك مثلاً أزمات عام ١٨٧٣ ، ١٩٠٧ . وقد كانت هذه الأزمة الأخيرة سببا في تبني نظام الاحتياطي الفيدرالي لأول مرة في الولايات المتحدة عام ١٩١٣ ، كمقرض الملاذ الأخير بالنسبة للمؤسسات المصرفية في حالة الهروب الجماعي للدائنين . وتتمثل فائدة هذه الآلية في محاولة تجنب انطلاق حالة الذعر المالي للدائنين أو تضييق نطاقها عن طريق تقديم الموارد المالية اللازمة للحفاظ على السيولة قصيرة الأجل ، حيث تقدم القروض للمؤسسات والمشروعات التي تعوزها السيولة بالقدر اللازم فقط لمساعدتها على النهوض بأعباء خدمة ديونها . وتستطيع البنوك المركزية ، باعتبارها جهة الاختصاص النهائية في إصدار النقود ، القيام بدور مقرض الملاذ الأخير .

ويمكن لآلية مقرض الملاذ الأخير أن تقوم بوظيفتين أساسيتين : **الأولى** ؛ تجنب مشكلة التوقف عن تسديد الديون أو الوفاء بالالتزامات عن طريق توفير السيولة . **والثانية** ؛ وهي الأكثر أهمية ، أنها يمكن أن تقضي على حالات الذعر المالي الناتجة عن عوامل داخلية ، وذلك حينما يعتقد المودعون والدائنون أن مقرض الملاذ الأخير سوف يتدخل ويقوم بتوفير الائتمانات المطلوبة لمنع أو تجنب انهيار النظام المصرفي . فمع إدراك هذا الدور لمقرض الملاذ الأخير من جانب المودعين ، فإنه لن يوجد من الأسباب ما يدفع كل مودع لسحب أمواله من البنوك حتى ولو قام بعضهم بذلك (٤٧) .

إن آلية مقرض الملاذ الأخير تعتمد على قدرة هذا المقرض على توفير ائتمانات تكفى لتغطية النقص فى السيولة الذى يعانى منه المقترضون من البنوك والمؤسسات المالية والمشروعات .وحينما تكون القروض المطلوبة من مقرض الملاذ الأخير بالعملة المحلية ، فإنه يكون مطمئنا من قدرته على توفيرها . ولكن حينما تكون القروض المطلوبة بالعملات الأجنبية ، فإن قدرة البنك المركزى على القيام بدوره كمقرض الملاذ الأخير تتوقف على حجم احتياطيات النقد الأجنبى لديه ، وعلى حجم الائتمانات المطلوبة ، وهو مايعنى أن البنك المركزى قد يصبح غير قادر على القيام بدور مقرض الملاذ الأخير فى مثل هذه الحالات . ولهذا لم تكن أزمة المكسيك الأخيرة ٩٤ - ١٩٩٥ تتضمن مخاطر تهدد بالتوقف عن دفع أذونات الخزانة المسماة بالعملة المحلية ، فى حين كانت هناك مخاطر تهدد بالتوقف عن الوفاء بالتزامات وأعباء الديون الأجنبية .

ومن العوامل الأخرى التى قد تحول دون قيام مقرض الملاذ الأخير بدوره ، بخلاف قصور احتياطيات النقد الأجنبى ، وجود أهداف أخرى للسياسة النقدية تتعارض مع هدف توفير السيولة . فإذا ما استهدف البنك المركزى مثلاً تثبيت سعر الصرف ، فإنه قد يصبح غير راغب فى ، أو غير قادر على أن يتصرف كمقرض الملاذ الأخير ، على الرغم من استطاعته توفير الائتمانات المطلوبة (٤٨) .

**٢ - آلية التأمين على الودائع :**

بالإضافة إلى تسهيلات مقرض الملاذ الأخير ، تمتلك الأسواق المالية المحلية فى البلدان المتقدمة حصونا أخرى فى مواجهة الذعر المالى الذاتى الناتج عن عوامل محلية ، تفتقدها الأسواق المالية والدولية . ومن أهم هذه الحصون آلية التأمين على الودائع التى تُعد أداة حاسمة لمنع ذعر المودعين واندفاعهم نحو سحب أموالهم من البنوك . فقد نتج عن الذعر المالى الشديد الذى أصاب المودعين ودفعهم نحو التزاحم على سحب ودائعهم من البنوك فى الولايات المتحدة عام ١٩٣٣ . صدور قانون فيدرالى للتأمين على الودائع ، وتأسيس الشركة الفيدرالية للتأمين على الودائع فى عام ١٩٤٣ ، التى كانت سببا فى أن يكون ذلك الذعر المالى الذى حدث فى عام ١٩٣٣ هو آخر نوبات الذعر المصرفى

الكبرى فى الولايات المتحدة .

وكما هو الشأن بالنسبة لآلية مقرض الملاذ الأخير ، فإن مدى فعالية آلية التأمين على الودائع تتوقف على ما إذا كانت الودائع بالعملة المحلية أم بالعملات الأجنبية ، حيث تزداد هذه الفعالية فى حالة الودائع بالعملة المحلية وتقل فعاليتها فى حالة الودائع بالعملات الأجنبية . فالبلدان التى تسمح أنظمتها المصرفية بالودائع بالعملات الأجنبية تكون معرضه لمخاطر ذعر المودعين واندفاعهم لسحب ودائعهم على الرغم من وجود بعض ترتيبات التأمين علي الودائع بسبب ما تتميز به هذه الترتيبات من نقص فى احتياطيات النقد الأجنبى .

**٢ - آليات قانونية ومؤسسية :**

من بين المتاريس أو الحصون الأخرى لمواجهة مشكلة ذعر المودعين أو الدائنين ، مدى توافر نظام واضح وفعال ويتميز بالشفافية لإدارة حالات الإفلاس والتصفية وكافة ما يترتب على أزمة المديونية من مشاكل . فمثل هذه الأنماط من الآليات القانونية والمؤسسية غير موجودة فى بعض البلدان ، وغالبا ما تكون فى حالة وجودها غير قادرة على العمل حينما ينتمى كل من الدائنين والمدينين إلى بلدان مختلفة . إن عدم توافر هذه الآليات أو ضعف فعاليتها قد يدفع بمشروعات متميزة الأداء وقادرة على الوفاء بالتزاماتها إلى حالة مؤقتة من التوقف عن الدفع وربما إلى التصفية لمجرد تعرضها لنقص عابر فى السيولة وعدم قدرتها على تغطية هذا النقص . إن قوانين الإفلاس يمكن أن تتجنب هذه النتائج السيئة من خلال ترتيب مفاوضات بين الدائنين والمدينين ، بدلاً من العمل على دفعهم نحو الذعر المالى والأزمة ، إذ أن وجود مثل هذه الآليات القانونية والمؤسسية الفعالة يمكن أن يضمن تمويلاً مؤقتا لمثل هذه المشروعات التى تمر بأزمة سيولة عابرة ، ويجنبها من ثم الاندفاع نحو الإفلاس والتصفية .

إن كثيراً من الأسواق الناشئة تنقصها البنية الأساسية القانونية والمؤسسية اللازمة لدعم معاملاتها المصرفية التى تتسم بدرجة عالية من الحرية ، كما ينقصها وجود مقرض الملاذ الأخير القادر على معالجة التحولات الفجائية فى ثقة المودعين . ولهذا

كثيراً ما حذر المراقبون من خطورة التحرير المالى المبتسر Premature Financial Liberalization فى مثل هذه الأسواق ، ونادوا بضرورة تقييد تدفقات رأس المال قصيرة الأجل . (٤٩)

## ٤

## أزمة بلدان جنوب شرق آسيا

### ٤ - ١ - تقديم .

إذا كان التاريخ السياسى والعسكرى دائما ما يكتبه المنتصرون ، فإن التاريخ الاقتصادى والمالى غالبا ما يكتبه الدائنون . هذا القول ينطبق تماماً على وضع الأزمة المالية التى اندلعت فى بلدان جنوب شرق آسيا فى منتصف عام ١٩٩٧ . فبمجرد أن ضربتها الأزمة ، أعلن صندوق النقد الدولى ، الذى يقود الاستجابة الدولية الرسمية ، أن هناك عيوبا فى تطبيق هذه البلدان للنظام الرأسمالى ، وبصفة خاصة فى أسواقها المالية ، هى التى أدت إلى تلك الأزمة .

لقد تميزت أزمة بلدان جنوب شرق آسيا بعدد من الخصائص الفارقة . فالأزمة قد ضربت أسرع الاقتصادات نمواً فى العالم كله ، إذ لا يستطيع أحد أن ينكر النجاح الكبير الذى حققته هذه البلدان فى مجال النمو الاقتصادى خلال العقدين الماضيين . وكانت الأزمة كذلك أعنف أزمة مالية تضرب الأسواق الناشئة منذ أزمة مديونية البلدان المتخلفة فى عام ١٩٨٢ . وتمخضت الأزمة ، نتيجة لذلك ، عن تحريك أكبر عملية مساندة مالية تشهدها أسواق رأس المال الناشئة . وتميزت الأزمة أخيراً بأنها كانت أقل الأزمات المالية توقعاً . (٥٠)

لماذا اندلعت الأزمة فى هذه البلدان ؟ هل نتجت الأزمة عن أخطاء فى السياسات الاقتصادية المطبقة داخل هذه البلدان ، أم أنها كانت ناتجة عن عوامل خارجية ؟ وما هى الاجراءات والسياسات التى اتخذت لمواجهة الأزمة على الصعيدين المحلى والدولى ، وما مدى ما اتسمت به هذه السياسات من كفاءة وفعالية ؟ إن الأزمة تثير العديد من التساؤلات التى نحاول فيما يلى الإجابة عليها .

### ٤ - ٢ - تجارب النمو فى جنوب شرق آسيا : هل كانت المعجزة وهمية ؟

من بين الأسباب التى جعلت أزمة بلدان جنوب شرق آسيا تبدو مفاجأة غير متوقعة ،

النجاح الاقتصادى الذى حققته هذه البلدان قبل الأزمة ولفترة طويلة . إن مؤشرات هذا النجاح تبدو معروفة للجميع . ففى كل من ماليزيا ، أندونسيا ، وتايلاند تضاعف نصيب النجاح تبدو معروفة للجميع . ففى كل من ماليزيا ، أندونسيا ، وتايلاند تضاعف نصيب الفرد فى الدخل القومى أكثر من أربع مرات فى الفترة من ١٩٦٥ - ١٩٩٦ ، وتضاعف فى كوريا نحو سبع مرات خلال نفس الفترة . لقد ارتفع متوسط الدخول فى هذه البلدان الأربعة من نحو ١٠٪ من متوسط الدخل فى الولايات المتحدة عام ١٩٦٥ إلى نحو ٢٧٪ فى منتصف التسعينات . وارتفع كذلك متوسط عمر الانسان المتوقع عند الولادة فى هذه البلدان من ٥٧ عاماً في عام ١٩٧٠ إلى ٦٨ عاماً فى عام ١٩٩٥ ، وقفز معدل البالغين من غير الأميين من ٧٣٪ إلى ٩١٪ خلال نفس الفترة . لقد انتشرت مكاسب النمو الاقتصادى على نطاق واسع بين السكان ، إذ أن دخول أفقر ٢٠٪ من السكان كانت تنمو بنفس معدل نمو متوسط الدخول بصفة عامة ، وانخفضت معدلات الفقر فى كل بلد بشكل ملحوظ . ففى أندونسيا ، على سبيل المثال ، انخفضت نسبة السكان الذين يعيشون تحت خط الفقر من ٦٠ ٪ فى الستينات إلى أقل من ١٥ ٪ فى عام ١٩٩٦ . (٥١)

لقد ظل النمو السريع لاقتصادات جنوب شرق آسيا محلاً لنقاش ساخن حول أسبابه لفترة طويلة ، ومع اندلاع الأزمة اكتسب هذه النقاش زخما جديداً دفع ببعض المراقبين إلى استنتاج مؤداه أن التنمية الاقتصادية التى حدثت فى هذه الاقتصادات كانت وهمية Mirage إلى حد ما وأن الأزمة الأخيرة قد قضت عليها تماماً . فهل يبدو هذا الاتجاه صحيحا؟ .

إن هذا الاتجاه السابق يبدو بعيداً عن الصواب بشكل واضح . فقد كانت هناك مكاسب هائلة فى مستويات الدخول ، وفى مجالات الصحة والتعليم والرفاهية العامة فى هذه البلدان خلال العقود الثلاثة الماضية ، وأن هذه المكاسب لا يمكن أن تتبدد لمجرد وقوع هذه البلدان فى براثن أزمة مالية وكساد واسع . وحتى لو أعقب الأزمة فترة من النمو غير الايجابى ، فإن مستويات المعيشة سوف تبقى أعلى بنحو أربعة أضعاف ما كانت عليه قبل جيل سابق ، وأعلى بنسبة ٥٠٪ مما كانت عليه منذ عقد سابق . إن

الأزمة المالية القوية التى ضربت هذه البلدان لا تعنى إطلاقا انهيار تجارب النمو السريع التى تحققت فيها ، لأنها تملك اقتصادات قوية تشمل قطاعات صناعية وزراعية حقيقية كبيرة وقاعدة عريضة من الموارد الطبيعية . وللمقارنة نشير إلى أن الصناعة التحويلية شكلت فى أندونسيا وماليزيا والفلبين وتايلاند وكوريا الجنوبية على الترتيب نحو ٢٤٪ ، ٣٣٪ ، ٢٣٪ ، ٢٩٪ ، ٢٧٪ من الناتج المحلى الإجمالى فى عام ١٩٩٥ مقارنة بنحو ١٥٪ فى مصر فى نفس العام . كما شكلت صادرات الصناعات التحويلية لهذه البلدان الخمسة على التوالى نحو ٥٣٪ ، ٦٥٪ ، ٧٦٪ ، ٧٣٪ ، ٩٣٪ من إجمالى صادراتها فى عام ١٩٩٣ مقارنة بنحو ٣٣٪ فى مصر فى نفس العام . إن تجارب النمو فى بلدان جنوب شرق آسيا لم تكن إذاً مجرد فقاقيع مالية يمكن أن تنفجر وتتلاشى ، وإنما هى اقتصادات حققت نقلة قوية فى الاقتصاد الحقيقى . (٥٢)

يرى اتجاه آخر أن الأزمة كان لابد من وقوعها بشكل محتوم بسبب طبيعة « النموذج الآسيوى فى التنمية » القائم على الخضوع الكامل لحكومات فاشستية قوية Strong Authoritarian Governments ووجود علاقات قوية ومحكمة بين هذه الحكومات والمشروعات لإقامة الصناعات الثقيلة وتقديم دعم حكومى كبير لمساعدة المصدرين على اختراق أسواق جديدة . وقد اكتسبت هذه النظرة إلى النموذج الآسيوى فى التنمية تأييداً واسعاً خلال العقد الماضى بسبب تركيزها الشديد على التجارب المميزة لكل من اليابان وكوريا وتايوان التى شهدت تدخلاً حكومياً قويا فى صور متعددة . ومع ذلك يفقد هذا الاتجاه قوته وحجته عند التدقيق الفاحص فى تجارب التنمية لبلدان أخرى فى المنطقة . إذ أن هذه السياسات الحكومية التدخلية لم تكن بذات الأهمية والوضوح فى التجارب الناجحة لكل من هونج كونج ، سنغافورة ، تايلاند ، ماليزيا ، وأندونسيا . وربما اعتبرت هونج كنج أكثر بلدان العالم انفتاحاً وأقلها انتهاجاً لساسية التدخل الحكومى . (٥٣)

ويرى اتجاه الثالث ، أكثر معقولية أن معجزة النمو فى بلدان جنوب شرق آسيا لم تكن وهمية ولكنها ، كأى تجربة ، تضمنت أخطاء ساهمت فى اندلاع أزمتها . هذه الأخطاء تكمن بصفة أساسية فى محاولات الإصلاح المالى التى شهدتها هذه البلدان

فى أوائل التسعينات ، والتى استهدفت تطوير المؤسسات المالية . فحينما أصبحت عمليات الإنتاج أكثر تعقيداً وأشد اندماجاً فى الاقتصاد العالمى ، كان لابد من تطوير الأنظمة المالية المحلية وتحديثها وتنظيمها على نحو يسمح بخلق أسواق مالية أوسع وأنشط للأسهم والسندات والقروض المصرفية و كافة أشكال الوساطة المالية الأخرى . ولكن محاولات الإصلاح المالى هذه قد انطوت على تحرير واسع وعميق للأسواق المالية المحلية ترك اقتصادات هذه البلدان مكشوفة أمام أية تقلبات تهب عليها من أسواق المال الدولية . ففى أندونسيا ، على سبيل المثال ، أدت حزمة من الإصلاحات المالية الرامية إلى تحرير القطاع المالى إلى توسع هائل فى القطاع المصرفى ، حيث زاد عدد البنوك الخاصة ( بما فيها البنوك الأجنبية والمشتركة ) من ٧٤ بنكا فى عام ١٩٨٨ إلى ٢٠٦ بنوك فى عام ١٩٩٤ . وفى محاولة من تايلاند لمنافسة كل من سنغافوره وهونج كونج كمراكز مالية إقليمية ، أدخلت فى عام ١٩٩٢ ما يسمى « بالتسهيل المصرفى الدولى لبانكوك » Bangkok International Banking Facility (BIBF) . ويسمح هذا التسهيل بالنمو السريع جداً فى عدد المؤسسات المالية التى تستطيع الإقتراض والإقراض بالعملات الأجنبية ، سواء فى داخل الدولة أو خارجها . وفى كوريا ، فتحت إصلاحات السوق المالية فى منتصف التسعينات الباب على مصراعيه أمام التوسع الشديد فى الأنشطة المصرفية ، وزادت من قدرة البنوك المحلية على الوصول إلى القروض الدولية قصيرة الأجل . (٥٤)

وبصفة عامة ، لم يكن التوسع السريع فى الخدمات المالية لبلدان جنوب شرق أسيا مصحوبا بالتنظيم والإشراف الكافى . فالإصلاحات التنظيمية كانت جزئية وغير متكاملة. ونتيجة لهذا المنهج التدريجى ، كانت الإصلاحات التى تحدث فى منطقة ما تفتح ثقوبا أو ثغرات فى مناطق أخرى ، تتنافس المشروعات فى استغلالها . وكان للتوسع المصرفى الكبير أثره فى جعل الإشراف على هذه الأنشطة المصرفية أكثر تعقيداً . وسمح للبنوك المملوكة للدولة فى كل من أندونسيا وكوريا بالخروج على كثير من القوانين واللوائح دون أن يطبق عليها أيه عقوبات . وانتشرت ظاهرة امتلاك السياسيين ورجال الدولة للبنوك فى إطار اتساع عمليات وممارسات إستغلال النفوذ والتواطؤ مع

رجال الأعمال . لقد وصل الأمر فى أندونسيا إلى أنه قد أصبح لكل شركة كبرى مصرف خاص بها ، وكانت العلاقة بين الشركة ومصرفها تتسم بالغموض وعدم الوضوح .

وهكذا باتت بلدان جنوب شرق آسيا معرضة للصدمات المالية الخارجية . وقد نتج ذلك ، جزئيا عن محاولاتها الرامية إلى إصلاح أسواقها المالية بطريقة ذات توجهات سوقية In a market - oriented manner . إن البلدان التى ضربتها الأزمة من قبل فى أسواق ناشئة أخرى مثل المكسيك والأرجنتين فى أوائل التسعينات ، وشيلى فى أوائل الثمانينات ، كانت قد بدأت بدورها عمليات لإصلاح وتحرير أسواقها المالية دون أن تكملها . لقد تمخضت هذه الإصلاحات عن نمو هائل فى عدد البنوك وتزايد اندماجها فى الأسواق المالية الدولية على نحو أدى إلى تزايد تعريض هذه البلدان للصدمات المالية الدولية ، وبصفة أساسية من خلال استفحال مشكلة الديون قصيرة الأجل . أما البلدان التى تميزت بنظم مالية قوية ، سنغافورة وهونج كونج على سبيل المثال ، فكانت قد شهدت مرحلة الاستكمال الفعلى لعملية تحرير أسواقها المالية ، ومن ثم كانت أقل عرضة للأزمة . وعلى النقيض من ذلك ، فإن البلدان التى لم تشرع بعد فى القيام بإصلاحات واسعة فى قطاعاتها المالية ، الصين وڤيتنام على سبيل المثال ، استطاعت أن تتجنب الأزمة بسبب قلة تدفقات رأس المال قصيرة الأجل الوافدة إليها فى أوائل التسعينات . (٥٥)

وهكذا يمكن القول أن معجزة النمو فى بلدان جنوب شرق آسيا لم تكن وهمية ، وأن الأزمة لم تكن نتيجة حتمية للنموذج الرأسمالى الآسيوى فى التنمية ، ولكنها نتجت بصفة جزئية عن الإصلاحات المالية المبتسرة التى عرضت اقتصادات هذه البلدان لتقلبات أسواق رأس المال الدولية .

**٤ - ٣ - بداية الأزمة ومؤشراتها .**

بينما كانت اقتصادات جنوب شرق آسيا مستمرة فى تحقيق نموها الاقتصادى السريع فى أوائل التسعينات ، كانت هناك بعض مظاهر الضعف والاختلال تنمو بدورها

على المستويين الجزئى والكلى . وكان أكثرها أهمية وأشدها خطراً النمو السريع فى الدين الخارجى قصير الأجل داخل أنظمة مالية ضعيفة . فقد ساهم النجاح الذى حققته هذه الاقتصادات فى جذب الأئتمانات الأجنبية ، كما أدت عمليات التحرير الجزئى لأسواق المال فى هذه البلدان إلي فتح قنوات جديدة لدخول رأس المال الأجنبى إليها . وقد أدت هذه التدفقات المالية بدورها إلى ارتفاع أسعار صرف العملات المحلية لهذه البلدان ، وإلى توسع شديد فى الإقراض المصرفى ، وإلى تزايد القابلية للتدفقات العكسية لرأس المال . وحينما بدأت التدفقات الوافدة لرأس المال فى التضاؤل فى أواخر عام ١٩٩٦ وبداية عام ١٩٩٧ ، اتخذت حكومات هذه البلدان ومعها كافة الأطراف المساهمة بفعالية فى الأسواق عددا من الإجراءات الخاطئة التى أدت إلى انطلاق حالة من الذعر المالى و اندلاع الأزمة . وقد ساهمت هذه الاجراءات والسياسات فى جعل الأزمة أكثر عمقاً مما تفرضه تداعيات الأحداث وحتميتها .

ونلقى الضوء فيما يلى على أهم سمات الأزمة ومؤشراتها . (٥٦)

١ - كان متوسط التدفقات السنوية لرؤوس الأموال الوافدة إلى الاقتصادات الخمسة التى ضربتها الأزمة ( أندونسيا - كوريا - ماليزيا - الفلبين - وتايلاند ) يزيد على ٦٪ من حجم الناتج المحلى الإجمالى فيها فى الفترة من ١٩٩٠ - ١٩٩٦ . (أكثر من ١٠٪ فى تايلاند طوال تلك الفترة ، قفز إلى ١٣٪ فى عام ١٩٩٥ . ونحو ٩٪ فى ماليزيا طوال نفس الفترة ، قفز إلى أكثر من ١٥٪ فى عامى ١٩٩٢ - ١٩٩٣ ) .

لقد ارتفع صافي تدفق رأس المال الوافد إلى هذه البلدان الخمسة من ٤٠,٥ مليار دولار عام ١٩٩٤ إلى ٩٣ مليار دولار عام ١٩٩٦ . وخلال ثلاث سنوات فقط ١٩٩٤ ، ١٩٩٥ ، ١٩٩٦ تلقت هذه البلدان تمويلاً خارجيا صافيا يقدر بنحو ٢٢١ مليار دولار ، سيطرت عليها قروض البنوك التجارية ( ١٢٩ مليار دولار ) فى حين تدنت فيها نسبة الاستثمارات المباشرة ( ١٦,٦ مليار دولار ) ، وهو ما يوضحه الجدول التالى رقم (٢)

### جدول رقم (٢)

### صافى تدفقات رأس المال إلى اقتصادات

*الأزمة الخمسة : أندونسيا - كوريا - ماليزيا - الفلبين - تايلاند « بالمليار دولار »*

| | ١٩٩٤ | ١٩٩٥ | ١٩٩٦ | ١٩٩٧ | ١٩٩٨ |
|---|---|---|---|---|---|
| ميزان الحساب الجارى | -٢٤,٦ | -٤١,٣ | -٥٤,٩ | -٢٦,٠ | ١٧,٦ |
| صافى التمويل الخارجى | ٤٧,٤ | ٨٠,٩ | ٩٢,٨ | ١٥,٢ | ١٥,٢ |
| صافى التدفقات الخاصة | ٤٠,٥ | ٧٧,٤ | ٩٣,٠ | -١٢,١ | -٩,٤ |
| (١) استثمارات سهمية | ١٢,٢ | ١٥,٥ | ١٩,١ | -٤,٥ | ٧,٩ |
| أ - استثمارات مباشرة | ٤,٧ | ٤,٩ | ٧,٠ | ٧,٢ | ٩,٨ |
| ب - استثمارت مالية | ٤,٦ | ١٠,٦ | ١٢,١ | -١١,٦ | ١,٩ |
| (٢) ائتمانات خاصة | ٢٨,٢ | ٦١,٨ | ٧٤,٠ | -٧,٦ | -١٧,٣ |
| أ - بنوك تجارية | ٢٤,٠ | ٤٩,٠ | ٥٥,٥ | -٢١,٣ | -١٤,١ |
| ب - غير مصرفية | ٤,٢ | ١٢,٤ | ١٨,٤ | ١٣,٧ | -٣,٢ |
| صافى التدفقات الرسمية | ٧,٠ | ٣,٦ | -٠,٢ | ٢٧,٢ | ٢٤,٦ |
| تدفقات احتياطى النقد الأجنبى | -٥,٤ | -١٣,٧ | -١٨,٣ | ٢٢,٧ | -٢٧,١ |

المصدر : Miller , M. & P. Luangaram (1998), op.cit.p.68

ويلاحظ من الجدول السابق كذلك أن أحتياطيات النقد الأجنبى لهذه البلدان كانت فى استنزاف مستمر طوال الفترة من ٩٤ - ١٩٩٨ ، وأنها لم تزد إلا بنحو ٢٣ مليار دولار فقط خلال هذه الفترة ، وهو ما أدى إلى إنكشاف هذه البلدان بشدة أمام أية تدفقات عكسية ( خارجة ) لرأس المال . وبالفعل ، شهد عام ١٩٩٧ تحولاً فجائياً ودراميا فى تدفقات رأس المال بلغت قيمتها نحو ١٠٥ مليار دولار : من تدفقات وافدة قدرها ٩٣ مليار دولار عام ١٩٩٦ إلى تدفقات خارجة قدرها ١٢ مليار دولار فى عام ١٩٩٧ ( السطر الثالث فى الجدول السابق ) . ويوضح الجدول كذلك أن التدفقات الخارجة من اقتصادات الأزمة الخمسة إلى بنوك تجارية بلغت نحو ٢١ مليار دولار فى عام ١٩٩٧ مقارنة بتدفقات وافدة قيمتها نحو ٥٥,٥ مليار دولار فى عام ١٩٩٦ (السطر

الثامن فى الجدول ) . وتظهر تدفقات استثمارت حافظة الأوراق المالية كذلك تحولاً دراميا، حيث تحولت من تدفقات وافدة مقدارها ١٢ مليار دولار فى عام ١٩٩٦ إلى تدفقات خارجة مقدارها ١١,٦ مليار دولار فى عام ١٩٩٧ ( السطر السادس فى الجدول ) .

٢ - استطاعت حكومات بلدان جنوب شرق آسيا ، من خلال تبنيها لنظام أسعار الصرف الثابتة ، أن تحافظ على استقرار أسعار صرف عملاتها المحلية ، مع السماح بهامش ضئيل من التغيير أو الحركة . فقد عملت البنوك المركزية فى هذه البلدان على امتصاص مخاطر تقلبات أسعار الصرف مراعاة لمصالح المستثمرين ولجذب المزيد من تدفقات رؤوس الأموال الوافدة . ففى فترة تزايد تدفقات رأس المال الوافدة ، كانت البنوك المركزية تتدخل لتمنع ارتفاع أسعار صرف عملاتها المحلية . ولكن حينما بدأت رؤس الأموال فى الخروج من هذه البلدان ، استخدمت البنوك المركزية احتياطيات النقد الأجنبى لتخفيف الضغوط على أسعار صرف عملاتها فى اتجاه الهبوط . ولهذا شهدت أسعار صرف العملات المحلية استقراراً نسبيا طوال فترة ما قبل الأزمة . ففى تايلاند ، على سبيل المثال ، ظل سعر صرف « الباهت » مقابل الدولار ثابتا تقريبا طوال الفترة من نهاية عام ١٩٩٣ وحتى الربع الثانى من عام ١٩٩٧ . ولكن مع بداية الأزمة فى يوليو ١٩٩٧ ، انخفض سعر صرف الباهت التايلاندى والروبية الأندونسية مقابل الدولار بأكثر من ٣٠٪ . ويبدأ بعد ذلك الهبوط الحلزونى لأسعار صرف عملات كل من تايلاند وأندونسيا وكوريا مقابل الدولار لتنخفض قيمة كل من الباهت التايلاندى ، والون الكورى بنسبة ١٢٠٪ ، والروبية الأندونسية بنسبة ٥٢٥٪ عن قيمتها فى الربع الثانى من عام ١٩٩٧ . (٥٧)

وكان لتبنى هذه البلدان لنظام أسعار الصرف الثابتة أثره فى تعريضها للمخاطر التقليدية لتقلبات أسعار الصرف . إذ أن هذا النظام يمنح قطاعات المال والأعمال شعوراً زائفا بالأمان فيما يتعلق بمخاطر أسعار الصرف ، حيث يدفع المشروعات والمؤسسات المالية إلى التوسع فى الإقتراض الأجنبى قصير الأجل مستندة فى ذلك إلى

اطمئنانها بشأن استقرار وثبات أسعار الصرف . فالبنوك والمؤسسات المالية المحلية فى بلدان جنوب شرق آسيا كانت قد توسعت فى الاقتراض بالعملات الأجنبية ، الدولار والين بصفة أساسية ، ثم استخدمت هذه القروض فى إقراض المشروعات المحلية بالعملات المحلية لهذه البلدان . وحينما انخفضت أسعار صرف عملات هذه البلدان ، ترتب على ذلك تزايد أعباء خدمة ديون البنوك والمؤسسات المالية مقومة بالعملات المحلية، مما عرضها لخسائر ضخمة جعلت الكثير منها يتوقف عن الوفاء بالتزاماته .[٥٨]

٣ - تمخضت تدفقات رأس المال الوافدة إلى بلدان الأزمة الآسيوية عن توليد ضغوط تضخمية وارتفاع أسعار الصرف الحقيقية لهذه البلدان . ففى الفترة من ١٩٩٠ وحتى بداية عام ١٩٩٧ ، ارتفعت أسعار الصرف الحقيقية بأكثر من ٢٥٪ فى كل من ماليزيا ، الفلبين ، وتايلاند ، وبنسبة ١٢٪ فى كوريا . وقد انعكس هذا على معدلات نمو صادرات هذه البلدان التى بدأت تتباطأ منذ منتصف التسعينات ولتنخفض بعد ذلك وبشكل حاد ابتداء من عام ١٩٩٦ . ففى كوريا ، انخفض معدل النمو السنوى للصادرات من ٣٠,٣٪ عام ١٩٩٥ إلى ٣,٧٪ فقط فى عام ١٩٩٦ ، وفى أندونسيا من ١٣,٤ ٪ إلى ٩,٧ ٪ ، وفى تايلاند من ٢٥,١٪ إلى - ١,٣ ٪ خلال نفس الفترة .

وقد ساهم فى انخفاض القدرة التنافسية الدولية لبلدان الأزمة الأسيوية عدد من العوامل أهمها : ارتفاع أسعار صرف عملاتها المحلية ، ارتفاع قيمة الدولار مقابل الين اليابانى منذ منتصف عام ١٩٩٥ ، تخفيض سعر صرف اليوان الصينى فى يناير ١٩٩٤ ، الآثار التنافسية الناتجة عن انضمام المكسيك لمنطقة التجارة الحرة لأمريكا الشمالية وتخفيض سعر صرف البيزو المكسيكى ، وإغراق الأسواق العالمية بأشباه الموصلات . وقد ترتب على انخفاض القدرة التنافسية الدولية لبلدان جنوب شرق أسيا تعرض موازينها الخارجية لكثير من الاختلالات الى ساهمت فى تزايد تعرضها للأزمة .

٤ - ربما كانت أعظم مؤشرات تزايد المخاطر التى تعرضت لها اقتصادات جنوب شرق آسيا تقع فى نطاق القطاع المالى . فقد توسعت البنوك المحلية فى

الاقتراض الخارجى بالعملات الأجنبية لتقوم بعد ذلك بإقراض المشروعات الخاصة بالعملات المحلية ، دون ضمانات كافية وبطريقة غير رشيدة ، متوقعة قيام الحكومات الوطنية بمساندتها فى حالة تعرضها للمخاطر . ونتيجة توسع البنوك المحلية فى الاقتراض الخارجى ، زادت الخصوم الأجنبية للنظام المصرفى فى كوريا من ٤,٥٪ من الناتج المحلى الاجمالى فى عام ١٩٩٣ إلى ٩,٥ ٪ فى منتصف عام ١٩٩٧ . وفى الفلبين ، ارتفعت هذه النسبة من ٨,٨٪ فى أواخر عام ١٩٩٥ إلى ٢١٪ فى منتصف عام ١٩٩٧ . أما تايلاند ، فقد كانت أكثر الحالات تطرفا ، فبعد إدخال نظام « التسهيل المصرفى الدولى لبانكوك » BIBF فى عام ١٩٩٢ ، زادت الخصوم الأجنبية للنظام المصرفى فيها بسرعة كبيرة لتصل إلى ٢٨٪ من الناتج المحلى الإجمالى فى عام ١٩٩٥ . وقد كانت هناك ثلاثة مؤشرات تدل على تزايد تعرض القطاع المالى فى هذه الاقتصادات للأزمة : (٥٩)

أ - تزايد القروض الأجنبية قصيرة الأجل .

كانت نسبة كبيرة من القروض الأجنبية تتجسد فى صورة ديون قصيرة الأجل ، وكانت هذه النسبة فى تزايد مضطرد . ففى نهاية عام ١٩٩٦ ، بلغت قيمة الديون قصيرة الأجل المستحقة لبنوك أجنبية على كل من كوريا ، وتايلاند ، وأندونسيا نحو ٦٨ مليار دولار ، ٤٦مليار دولار ، ٣٤ مليار دولار على التوالى ؛ وهو ما يوضحه الجدول التالى رقم (٣)

## جدول رقم (٣)

## الديون المستحقة للبنوك الأجنبية واحتياطيات النقد الأجنبى فى عدد من بلدان الأزمة فى الفترة ١٩٩٥ - ١٩٩٧ ( بالمليار دولار )

| البلد | الدين حسب القطاع | | | | | | | | | | | | الديون غير المصرفية قصيرة الأجل | | | احتياطيات النقد الأجنبى | | | نسبة الدين قصير الأجل إلى الاحتياطيات | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | الإجمالى | | | المصرفى | | | العام | | | الخاص | | | | | | | | | | | |
| | ٩٥ | ٩٦ | ٩٧ | ٩٥ | ٩٦ | ٩٧ | ٩٥ | ٩٦ | ٩٧ | ٩٥ | ٩٦ | ٩٧ | ٩٥ | ٩٦ | ٩٧ | ٩٥ | ٩٦ | ٩٧ | ٩٥ | ٩٦ | ٩٧ |
| اندونسيا | ٤٥ | ٥٦ | ٥٩ | ٩ | ١٢ | ١٢ | ٧ | ٧ | ٧ | ٢٩ | ٣٧ | ٤٠ | ٢٨ | ٣٤ | ٣٥ | ١٥ | ١٩ | ٢٠ | ١,٩ | ١,٨ | ١,٨ |
| ماليزيا | ١٦ | ٢٢ | ٢٩ | ٤ | ٦ | ١١ | ٢ | ٢ | ٢ | ١٠ | ١٤ | ١٦ | ٨ | ١١ | ١٦ | ٢٤ | ٢٧ | ٢٧ | ٠,٣ | ٠,٤ | ٠,٦ |
| الفلبين | ٨ | ١٣ | ١٤ | ٢ | ٥ | ٥ | ٣ | ٣ | ٢ | ٣ | ٥ | ٧ | ٤ | ٨ | ٨ | ٨ | ١٢ | ١٠ | ٠,٥ | ٠,٧ | ٠,٨ |
| تايلاند | ٦٣ | ٧٠ | ٧٠ | ٢٦ | ٢٦ | ٢٦ | ٢ | ٢ | ٢ | ٣٥ | ٤٢ | ٤٢ | ٤٤ | ٤٦ | ٤٦ | ٣٧ | ٣٩ | ٣١ | ١,٢ | ١,٢ | ١,٥ |
| كوريا | ٧٨ | ١٠٠ | ١٠٣ | ٥٠ | ٦٦ | ٦٧ | ٦ | ٦ | ٤ | ٢٢ | ٢٨ | ٣٢ | ٥٤ | ٦٨ | ٧٠ | ٣٣ | ٣٤ | ٣٤ | ١,٦ | ٢,٠٠ | ٢,١ |
| الإجمالى | ٢١٠ | ٢٦١ | ٢٧٥ | ٩١ | ١١٥ | ١٢١ | ٢٠ | ٢٠ | ١٧ | ٩٩ | ١٢٦ | ١٣٧ | ١٣٨ | ١٦٧ | ١٧٥ | ١١ | ١٣١ | ١٢٢ | ١,٢ | ١,٣ | ١,٤ |

المصدر : بتصرف من : Radlet , S. & J. Sachs (1998) , op. cit., p.26

ويلاحظ من الجدول كذلك أن معدلات الديون قصيرة الأجل إلي احتياطيات النقد الأجنبى كانت تزيد على الواحد الصحيح في كل من أندونسيا ، وتايلاند ، وكوريا وهو ما يعنى تزايد قابلية تعرض هذه البلدان للأزمة ؛ إذ أنه بمجرد أن تنطلق شرارة انسحاب رأس المال ، يتنافس الدائنون فى طلب مستحقاتهم لعلمهم أنه لايوجد من النقد الأجنبى مايكفى لدفع مستحقاتهم جميعا.

ويوضح الجدول السابق أيضا أن نسبة الديون غير المصرفية قصيرة الأجل إلي إجمالى المديونية فى منتصف عام ١٩٩٧ بلغت ٥٩ ٪ في أندونسيا ، ٥٥ ٪ في ماليزيا ، ٥٧ ٪ فى الفلبين ، ٦٦ ٪ فى تايلاند ، ٦٨ ٪ في كوريا . وتظهر هذه الأرقام بوضوح مدى تزايد المخاطر التى يمكن أن تتعرض لها هذه البلدان بسبب تزايد نسبة الديون

قصيرة الأجل إلي إجمالى المديونية كمؤشر على عدم ملاءمة هيكل المديونية .

**ب - تزايد الائتمانات الممنوحة للقطاع الخاص :**

شهدت اقتصادات الأزمة الآسيوية توسعا ائتمانيا كبيراً فى التسعينات ، حيث كانت معدلات نمو الائتمان الممنوح إلى القطاع الخاص تفوق معدلات نمو الناتج المحلى الاجمالى . فقد كانت نسبة الائتمان المصرفى الممنوح للقطاع الخاص إلي الناتج المحلى الاجمالى في هذه الاقتصادات طوال الفترة من ١٩٩٠ – ١٩٩٤ كالآتى : أندونسيا ١٠٪ انخفضت إلي ٤,٥ ٪ عام ١٩٩٥ قبل أن ترتفع إلى ٦ ٪ عام ١٩٩٦؛ ماليزيا ٣ ٪ إرتفعت إلى ١٠,٥ ٪ عام ١٩٩٥ ثم إلى ١٣ ٪ عام ١٩٩٦ ؛ الفلبين ١١ ٪ إرتفعت إلى ٢٧,٥ ٪ عام ١٩٩٥ ثم إلى ٣١,٥ ٪ عام ١٩٩٦ ؛ تايلاند ١٠ ٪ إرتفعت إلى ١١ ٪ عام ١٩٩٥ قبل أن تنخفض إلى ٦ ٪ عام ١٩٩٦ ؛ كوريا ٣ ٪ إنخفضت إلى ٢٪ عام ١٩٩٥ ثم إلى – ٦, ٪ عام ١٩٩٦ (٦٠) .

ونتيجة لهذا التوسع الائتماني الممنوح للقطاع الخاص بلغت نسبة المطلوبات المالية للبنوك التجارية المحلية من القطاع الخاص إلى الناتج المحلى الإجمالى نحو ١٤٠ ٪ فى كل من كوريا وتايلاند فى عام ١٩٩٦ ، فى حين كانت هذه النسبة تعادل نحو ٦٥ ٪ في أندونسيا بسبب لجوء المشروعات المحلية فى أندونسيا إلى الاقتراض الخارجي مباشرة (٦١) .

وقد ترك هذا التوسع الائتماني هذه البلدان عرضة لأية تقلبات أو تحولات تحدث فى ظروف الائتمان أو أية ظروف أخرى غير متوقعة ، وهو ما حدث بالفعل . إذ أنه بمجرد أن انهارت أسعار الأسهم والعقارات ، توقف كثير من المقترضين عن الوفاء بديونهم ، وارتفعت من ثم نسبة الديون المتأخرة أو غير المؤداة Non - Performing Loans ، أى التى تخلف المدينون عن تأديتها ، حتى تراوحت ما بين ١٥ – ٣٥ ٪ من جملة القروض المصرفية فى عدد من هذه البلدان (٦٢) .

**جـ - تزايد الأنشطة الإقراضية عالية المخاطر وغير المنتجة :**

يرى كثير من المحللين أن عمليات التحرير الجزئى للقطاعات المالية التى شهدتها بلدان الأزمة ، فى ظل غياب أو ضعف نظم فعالة للرقابة والإشراف ، قد أدت إلى تشوه أنواع القروض ، وإلى توسع البنوك فى الإقراض الذى ينطوى على درجة عالية من المخاطر ، وعلى كثير من ممارسات الفساد السياسى واستغلال النفوذ . وقد نتج عن ذلك تزايد نسبة القروض غير المؤداة ، واختلال الهياكل المالية للمشروعات التى باتت تعتمد على القروض أكثر من اعتمادها على مواردها الذاتية في تمويل عملياتها (٦٣) .

لقد لوحظ أن القروض الموظفة فى قطاع العقارات في أندونسيا كانت تنمو بمعدل سنوى بلغ ٣٧ ٪ فى الفترة من ١٩٩٢ - ١٩٩٥ مقارنة بمعدل نمو سنوى يقدر بنحو ٢٢٪ بالنسبة لإجمالى الائتمانات المصرفية . وفى تايلاند ، بلغ هذان المعدلان ٤١ ٪ ، ٣٣ ٪ على التوالى فى الفترة من ١٩٩٠ - ١٩٩٥ ، كما زادت فيها نسبة القروض العقارية إلى جملة القروض التى تمنحها المؤسسات المالية من ١٥ ٪ عام ١٩٨٨ إلى ٢٤٪ عام ١٩٩٦ مقابل انخفاض نصيب القروض الصناعية من ٢٢ ٪ إلى ١٥ ٪ خلال نفس الفترة . أما في كوريا فقد اتخذت مخاطر الإقراض صورة أخرى تمثلت فى تزايد نسبة الديون إلى رأس المال بشكل كبير فى الهياكل المالية للمشروعات الصناعية الضخمة حتى بلغت ٣١٧ ٪ في نهاية عام ١٩٩٦ مقارنة بنسبة ١٠٠ ٪ في الولايات المتحدة . وهكذا اتجهت نسبة كبيرة من القروض لتمويل أنشطة غير إنتاجية تتميز بدرجة عالية من المضاربة والمخاطر (٦٤) .

٥ - تلعب أسعار الأصول دوراً أساسياً كمؤشر على الأزمة قبل حدوثها ، كما أنها يمكن أن تؤدى إلى تفاقم الأزمة بعد اندلاعها . وإذا كنا قد أشرنا من قبل إلى تطور سلوك أسعار الصرف ، فإننا نعرض فيما يلى بإيجاز لتطور سلوك أسعار الأصول الأخرى ممثلة فى الأسهم والعقارات .

أ - أسواق الأسهم :

على الرغم من أن أزمة بلدان جنوب شرق آسيا لم تكن متوقعة من جانب معظم المراقبين والمحللين ، إلا أن بعض أسواق الأسهم في عدد من هذه البلدان كان يشير إلي وجود بعض المحاذير . فعلى سبيل المثال ، وباستخدام يناير ١٩٩٠ كفترة أساس (١٠٠ ٪ ) ، ارتفعت أسعار الأسهم فى تايلاند لتصل إلى نحو ١٩٠ ٪ فى أواخر عام ١٩٩٣ ثم تشهد نوعا من الاستقرار النسبى عند متوسط يتجاوز ١٥٠ ٪ طوال عامي ١٩٩٤ ، ١٩٩٥ ، قبل أن تبدأ فى الانخفاض عام ١٩٩٦ ومابعدها لتصل إلى ما يقرب من ٥٠ ٪ من مستواها فى عام ١٩٩٠ . وفى كوريا ، شهدت أسعار الأسهم استقراراً نسبيا فى السنوات الثلاث السابقة على الأزمة عند نفس المستويات التى كانت سائدة في عام ١٩٩٠ قبل أن تبدأ فى الانهيار فى عامى ١٩٩٦ ، ١٩٩٧ لتصل أيضا إلى نحو ٥٠ ٪ من مستوياتها السابقة . أما فى أندونسيا ، فلم تكن أسواق الأسهم تشير إشارة واضحة على قرب وقوع أزمة ، فقد ارتفعت أسعار الأسهم فى عامي ١٩٩٥ ، ١٩٩٦ لتصل إلي ذروتها في منتصف عام ١٩٩٧ حيث بلغت ١٨٠ ٪ من مستوياتها فى عام ١٩٩٠ .(٦٥)

ومع اندلاع الأزمة فى منتصف عام ١٩٩٧ ، شهدت أسعار الأسهم فى كل بلدان الأزمة الأسيوية مزيداً من التدهور والانهيار ، وخلال النصف الثاني من عام ١٩٩٧ بلغت نسبة الانخفاض في أسعار الأسهم في تايلاند نحو ٣٠ ٪ ، ماليزيا ٤٥ ٪ ، أندونسيا ٤٥ ٪ ، الفلبين ٣٤ ٪ ، كوريا ٥٠ ٪ (٦٦) .

ب - أسواق العقارات :

غالبا ما يسبق الأزمات المالية دورة من الانتعاش ثم الانكماش فى أسعار الأصول A Boom - Bust Cycle وهو ما حدث بالفعل فى بعض بلدان جنوب شرق آسيا . إذ أن أسعار العقارات قد شهدت انتعاشا كبيراً في كل من تايلاند وأندونسيا في الفترة من ١٩٨٨ - ١٩٩١ ، ثم أخذت في الانخفاض بعد ذلك ابتداءً من عام ١٩٩١ ، إلا أنها لم تشهد هبوطا حاداً حتى اندلاع الأزمة فى منتصف عام ١٩٩٧ . ففى تايلاند ، على

سبيل المثال ، وعلى الرغم من وجود فائض فى عرض الأصول العقارية ، لم تشهد أسعار هذه الأصول هبوطا شديداً بسبب قيام المؤسسات المالية بجدولة ديون المشروعات العاملة فى القطاع العقارى في الفترة من ١٩٩٣ - ١٩٩٦ بدلاً من دفعها نحو الإفلاس . أما أسهم الشركات العقارية فقد انخفضت بنسة ٦٨ ٪ في السنة السابقة على الأزمة . وبنهاية عام ١٩٩٧ ، أى بعد اندلاع الأزمة بنحو ستة أشهر ، كانت أصول الشركات العقارية لاتساوى أكثر من ١٠ ٪ من قيمتها فى السنتين السابقتين . وفى أندونسيا ، فإنه على الرغم من اتجاه أسعار أسهم الشركات العقارية للارتفاع فى الفترة من سبتمبر ١٩٩٦ وحتي يوليو ١٩٩٧ ، إلا أنها انخفضت بشدة بعد ذلك وبنسبة ٥٨ ٪ خلال النصف الثاني من عام ١٩٩٧ (٦٧) .

**٤ - ٤ - انسحاب رأس المال والذعر المالى :**

في بداية عام ١٩٩٧ أخذت الضغوط تتراكم فى كل من كوريا وتايلاند . ففى كوريا ، أعلن إفلاس شركة « هانبو » Hanbo للصلب فى يناير مخلفة وراءها ديونا قدرها ٥,٨ مليار دولار . وبعد ذلك بشهور قلائل ، واجهت شركة « سمى » Sammi للصلب ، وشركة « كيا » Kia للسيارات صعوبات مماثلة . وقد وضعت هذه المشكلات ضغوطا متزايدة على البنوك التجارية التى كانت قد اقترضت من الخارج لإقراض هذه الشركات ، والتى بدأت تبدى اهتماما أكبر بالمراكز المالية للشركات التى تقوم بإقراضها . وفى تايلاند ، بدأت أسعار الأراضى والعقارات في الإنهيار منذ أواخر عام ١٩٩٦ ، حتى أن أكبر شركة عقارية « سمبراسونج لاند » Somprasong Land باتت غير قادرة على الوفاء بديونها الأجنبية في ٥ فبراير عام ١٩٩٧ . وقد أعطت هذه التطورات أول إشارة واضحة على مدى الاضطراب المالى الذى بات يهدد الأسواق المالية فى تايلاند . وتعرضت وحدة النقد التايلاندية « الباهت » Baht لنوبة من الهجوم المضاربى الشرس فى أواخر عام ١٩٩٦ ، أعقبتها نوبتان أخريتان في الشهور الأولى من عام ١٩٩٧ . وفى مارس ١٩٩٧ ، وعدت حكومة تايلاند بشراء ديون عقارية سيئة من مؤسسات تمويل محلية قيمتها ٣,٩ مليار دولار ، ولكنها سرعان ما أخلفت وعدها . ومع تزايد حدة الاضطرابات فى قطاع الملكية العقارية والمؤسسات المالية ، ازدادت حدة النشاط

المضاربى ، وأخذت احتياطيات النقد الأجنبى فى التناقص المستمر مما دفع الحكومة إلي تعويم « الباهت » فى الثانى من يوليو ١٩٩٧ (٦٨) .

وقد ازداد الأمر سوءاً في كل بلدان الأزمة الآسيوية حينما قام الدائنون الأجانب بسحب أموالهم . فقد أدى ذلك إلى تعريض أسعار صرف العملات المحلية لهذه البلدان لمزيد من الضغوط ، حتى أنه فى أوائل سبتمبر من عام ١٩٩٧ ، انخفضت أسعار صرف العملات المحلية فى كل من أندونسيا ، ماليزيا ، الفلبين ، وتايلاند بأكثر من ٢٠٪. ومع تدهور أسعار الصرف وانسحاب رؤوس الأموال ، ساهمت قوى أخرى في خلق « حلزون ذاتى القوة » A Self - reinforcing Spiral عمل على التعجيل من وقوع حالة الذعر المالى . فمن ناحية أولى ؛ لم يهتم الدائنون بمحاولة التمييز بين بلدان جنوب شرق آسيا حسب المراكز المالية لكل منها ، وإنما جري معاملتها كلها معاملة واحدة في المراحل الأولى من الأزمة . فقد افترضوا أنه إذا كانت تايلاند تعانى من اضطراب مالى، فإن البلدان الأخرى سوف تلحق بها سريعا . ومن ناحية ثانية ؛ ترتب على انخفاض أسعار الصرف وارتفاع نفقة خدمة الديون الأجنبية بالعملات المحلية ، أن أصبح الدائنون الأجانب يعارضون القيام بمنح قروض جديدة وجدولة القروض القائمة . واضطر المدينون المحليون إلى شراء عملات أجنبية لتسديد هذه الديون ، واضعين بذلك ضغوطاً إضافية على أسعار الصرف المحلية ، أدت بدورها إلى دفع الدائنين إلى رفض جدولة الديون . ومن ناحية ثالثة ؛ قام المدينون المحليون بشراء النقد الأجنبى فى محاولة منهم لتغطية أوضاعهم المالية المكشوفة ، حيث أن كثيراً منهم لم يكن متحوطا بشأن مراكزهم المالية بالعملات الأجنبية . ومن ناحية رابعة ؛ قامت العديد من المؤسسات المالية والاقتصادية الدولية الكبرى بإعادة تصنيف بلدان جنوب شرق آسيا فى بداية أزمتها تصنيفا يقلل من منزلتها الاقتصادية وجدارتها الائتمانية مما أدى إلى مزيد من الضغوط على أسعار صرف عملاتها وإلى تسابق الدائنين في الانسحاب من الإقليم ، وإلى تزايد خروج رؤوس الأموال منه . وأخيراً، أضافت الاستجابات الأولية للأزمة من قبل حكومات بلدان الإقليم والمجتمع الدولى مزيداً من الوقود إلى النار . فمع فقدان الثقة الدولية أو تناقصها بشأن استراتيجيات التنمية التى انتهجتها هذه البلدان ، بات من

الواضح أن الانكماش الذى تعانى منه بلدان الإقليم يمكن أن يستمر لفترة طويلة ، الأمر الذى دفع الدائنين ورؤوس الأموال إلى الانسحاب من هذه البلدان (٦٩) .

**٤ - ٥ - أسباب الأزمة :**

لماذا اندلعت أزمة بلدان جنوب شرق آسيا ؟ وماهى أسبابها ؟ قبل أن نجيب على هذا التساؤل ، يجدر بنا أن نعرض أولاً للتكييف الاقتصادى للأزمة ، ثم نعرض بعد ذلك للمناهج المختلفة فى تفسير الأزمة .

**٤ - ٥ - ١ - التكييف الاقتصادى للأزمة :**

هناك ثلاثة اتجاهات فى تكييف الأزمة : اتجاه يرى أن الأزمة لا تخرج عن كونها أزمة سيولة ، واتجاه آخر يرى أن الأزمة كانت فى الواقع أزمة عدم قدرة على الوفاء بالديون ، واتجاه ثالث يرى أن الأزمة قد نتجت عن تفاعل العاملين السابقين معاً : نقص السيولة ، وعدم القدرة على الوفاء بالديون ، وذلك على النحو التالى (٧٠) :

**١ - أزمة سيولة** Liquidity Crisis :

وفقا للاتجاه الأول فى تكييف الأزمة ، فإن المقترضين المحليين فى بلدان جنوب شرق آسيا من المشروعات والبنوك كانوا يتمتعون بالقدرة على الوفاء بديونهم ولكن كانت تنقصهم السيولة اللازمة للقيام بذلك . فقد كانت تعوزهم القدرة على اقتراض أموال جديدة من أسواق رأس المال للوفاء بالتزاماتهم . إن عدم رغبة أو قدرة أسواق رأس المال على تزويد هؤلاء المقترضين الذين تعوزهم السيولة بقروض جديدة يمثل فى الواقع جوهر الأزمة The nub of the matter (٧١) . معنى ذلك ، أنه وفقا لهذا الاتجاه لاتعدو أزمة جنوب شرق آسيا أن تكون أزمة سيولة ناتجة عن ذعر مالى أو مصرفى Bank Panics وكان يمكن تجنبها بتوفير مزيد من السيولة فى الوقت المناسب . فالأزمة لم تكن ناتجة عن اختلال أو ضعف فى الأداء الاقتصادى لهذه البلدان ، وقد أخفق صندوق النقد الدولى فى معالجة الأزمة لأنه عالجها على أنها أزمة عدم قدرة على الوفاء بالديون وليست أزمة سيولة .

**٢ - أزمة عدم قدرة علي الوفاء بالالتزامات Insolvency Crisis :**

يرى الاتجاه الثانى فى تكييف الأزمة أنها أزمة عدم قدرة على الوفاء بالديون تعزى إلي انهيار أسعار الأصول . فقد واصلت أسعار الأصول ارتفاعها بشكل غير عادى إلى أن صارت كالفقاعة التى تنتظر الانفجار فى أية لحظة End of asset bubbles . وبعد انفجارها انهارت الأسعار واندلعت الأزمة ، وذلك على غرار أزمة سوق الأوراق المالية فى الولايات المتحدة عام ١٩٢٩ . وعلى الرغم مما يتسم به هذا الاتجاه من جاذبية ، إلا أنه يبدو مفرطا فى البساطة لسببين : الأول ؛ هو أن هناك خطأ فى التوقيت ، بمعنى أن اندلاع الأزمة لم يكن متزامنا مع انهيار أسعار الأصول . ففى كوريا وتايلاند، بدأت أسعار الأصول فى الانخفاض فى عام ١٩٩٦ فى حين لم تندلع الأزمة إلا فى النصف الثاني من عام ١٩٩٧ . والثانى ؛ هو أنه يقلل من أهمية دور القطاع المالى فى التقييم غير الصحيح للأصول .

**٣ - أزمة نقص السيولة وعدم قدرة علي الوفاء بالديون Illiquidity and insolvency .**

يرى اتجاه ثالث أن حقيقة ماحدث فى جنوب شرق آسيا يبدو أكثر تعقيداً مما يقترحه الاتجاهان السابقان . فقد كانت هناك حوافز مالية غير صحيحة ، تشوه فى أسعار الأصول ، سوء تخصيص الموارد ، عدم اكتمال سوق الائتمان ، عجز الموازين الخارجية ، هشاشة النظام المالى ... الخ . وقد تفاعلت هذه العوامل لتسفر فى النهاية عن نقص فى السيولة وعن عدم مقدرة عن الوفاء بالالتزامات ، ساهما معاً في اندلاع الأزمة .

ومن المعروف أن أزمة السيولة إن لم يتم مواجهتها بسرعة يمكن أن تتحول إلي أزمة عدم قدرة على الوفاء بالالتزامات . فالمشروعات التى تعوزها السيولة لبعض الوقت مع تمتعها بمراكز مالية قوية يمكن أن تستمر في مواصلة نشاطها والوفاء بالتزاماتها إذا ما تم توفير ما تحتاجه من سيولة مؤقتة . أما إذا لم يتم تزويدها بما تحتاج إليه من سيولة مؤقتة فإنها يمكن أن تتوقف عن مواصلة نشاطها وينتهي بها الأمر إلي الإفلاس

. وحيث أننا قد رأينا أن معجزة النمو في هذه البلدان لم تكن وهمية ، فإن ذلك يرجح تفضيل الاتجاه الأول فى تكييف الأزمة الذى يرى أن أزمة هذه البلدان لاتعدو أن تكون أزمة سيولة ، وأنها لم تصل إلي مرحلة التوقف عن دفع ديونها ، وهو ماتكشف عنه الاتجاهات المختلفة فى تفسير الأزمة .

**٤ - ٥ - ٢ - تفسير الأزمة :**

يمكن القول أن هناك ثلاثة مناهج أساسية فى تفسير أزمة جنوب شرق آسيا :

- التغيرات التى شهدتها ظروف السوق الدولية .
- سوء إدارة الاقتصادات الآسيوية صاحبة الأزمة .
- عدم استقرار أسواق رأس المال الدولية .

ونحاول فى هذا البند استعراض وتحليل هذا الإطار الثلاثى فى تفسير الأزمة على النحو التالى :

**١ - التغيرات التى شهدتها ظروف السوق الدولية :**

وفقا لأعلى مستوى من التعميم ، يمكن القول أن ظروف السوق الدولية كانت ملائمة قبل بداية أزمة بلدان جنوب شرق آسيا . فقد كانت أسعار الفائدة فى الولايات المتحدة منخفضة ، وكانت أسواق السلع العالمية مستقرة نسبيا ، وكانت علاوات المخاطر على القروض فى الأسواق الناشئة منخفضة ، وكان نمو الحجم الكلي للتجارة الدولية قويا رغم الانخفاض البسيط الذى طرأ عليه في عامي ١٩٩٦ - ١٩٩٧ مقارنا بما كان عليه فى الفترة ١٩٩٣ - ١٩٩٥ . ورغم انخفاض معدل نمو الصادرات العالمية من ٩ ٪ عامى ١٩٩٤ - ١٩٩٥ إلي ٦ ٪ عام ١٩٩٦ ، إلا أنه كان لايزال أعلى من متوسطه العالمى فى بداية التسعينات (٧٢) .

وعلى الرغم من توافر هذه البيئة الملائمة ، كان هناك عدد من الفرضيات المتعلقة بالأزمة ، تتركز حول صدمات دولية غير متوقعة بالنسبة للاقتصادات الآسيوية . وقد بنيت هذه الفرضيات على استنتاجات مستمدة من انهيار معدلات نمو الصادرات فى كل

من تايلاند وكوريا ، وتباطؤ معدلاتها فى كل من ماليزيا وأندونسيا عام ١٩٩٦ ، وهو مايوضحه الجدول التالى رقم (٤) .

جدول رقم (٤)

*معدل الصادرات في عدد من البلدان المختارة ٩٥ - ١٩٩٦ ( ٪ )*

| البلد | معدل نمو القيمة | | معدل نمو الحجم | | تغير قيمة الوحدة | |
|---|---|---|---|---|---|---|
| | ١٩٩٥ | ١٩٩٦ | ١٩٩٥ | ١٩٩٦ | ١٩٩٥ | ١٩٩٦- |
| الصين | ٢٢,٩ | ١,٦ | ١٥,٣ | ٨,٣ | ٦,٦ | -٢,٦ |
| الهند | ٢٢,٧ | ٧,٤ | ٢٢,٤ | ١٦,٩ | ٠,٢ | -٨,١ |
| هونج كونج | ١٤,٨ | ٤,٠ | ١,٩ | -٨,٦ | ١٢,٦ | ١٣,٨ |
| كوريا | ٣٠,٣ | ٣,٧ | ٢٤,٠ | ١٩,١ | ٥,٠ | -١٢,٩ |
| سنغافورة | ٢٢,١ | ٥,٧ | ١٥,٧ | ٦,٣ | ٥,٦ | -,٦ |
| أندونسيا | ١٣,٤ | ٩,٧ | ١٠,٣ | ٤,٨ | ٢,٨ | ٤,٧ |
| ماليزيا | ٢٦,٠ | ٥,٨ | ١٥,٦ | ١٣,٦ | ٩,٠ | -٦,٩ |
| الفلبين | ٣١,٦ | ١٦,٧ | ١٧,٠ | ١٨,٨ | ١٢,٤ | -١,٨ |
| تايلاند | ٢٥,١ | -١,٣ | ١٤,٢ | -٠,٧ | ٩,٥ | -٠,٦ |
| الأرجنتين | ٣٣,٩ | ١٣,٦ | ١٧,٨ | ٣,٢ | ١٣,٧ | ١٠,٠ |
| المكسيك | ٤٠,٣ | ٢٢,٦ | ٢٤,٥ | ١٤,٧ | ١٢,٢ | ٦,٩ |
| بولندا | ٣٤,٣ | ٦,٨ | ٣٠,٨ | ٦,٩ | ٢,٧ | -٠,١ |

المصدر : Radelet , S. & J. Sachs ( 1998) , op.cit., p.31.

ويلاحظ من الجدول أن تايلاند كانت تمثل أكثر الحالات تطرفا ، فقد انخفض معدل نمو صادراتها ، بحسب القيمة ، إلى سالب ١,٣ ٪ عام ١٩٩٦ بعد سنتين من معدل نمو إيجابى قدره ٢٥ ٪ . كما انخفض معدل نمو الصادرات في كوريا من ٣٠ ٪ عام ١٩٩٥ إلى ٤ ٪ فقط فى عام ١٩٩٦ وفى ماليزيا من ٢٦ ٪ إلى ٦ ٪ تقريبا خلال نفس الفترة . وفي أندونسيا ، انخفض معدل نمو الصادرات انخفاضا طفيفا من ١٣ ٪ عام ١٩٩٥

إلي ١٠ ٪ عام ١٩٩٦ . أما صادرات الفلبين فقد سجلت معدل نمو مرتفع نسبيا قدره ١٧ ٪ في عام ١٩٩٦ ، وإن كان يعادل نصف مستواه فقط فى عام ١٩٩٥ .

ويلاحظ من الجدول كذلك أن معدل نمو الصادرات بحسب الحجم في كل من كوريا وماليزيا كان لايزال مرتفعا ، حيث بلغ ١٩ ٪ ، ١٤ ٪ فى البلدين على التوالى فى عام ١٩٩٦ . ومع ذلك ، شهدت قيمة الوحدة من الصادرات هبوطاً حاداً فى كل من البلدين (سالب ١٣ ٪ ، سالب ٧ ٪ على التوالى ) على نحو أدى إلي انخفاض حصيلة صادراتهما ومن ثم إلي انخفاض معدل نمو الصادرات بحسب القيمة فى كل منهما . أما تايلاند فقد انخفض حجم صادراتها كثيراً في عام ١٩٩٦ عما كان عليه فى عام ١٩٩٥ ، وانخفضت كذلك قيمة الوحدة من صادراتها . وأما أندونسيا فقد كانت تمثل حالة وسط ، حيث كان حجم الصادرات فيها ينمو بمعدل أقل من مثيله في كل من كوريا وماليزيا ولكنه كان أكبر من مثيله فى تايلاند .

وتذهب إحدى الفرضيات التى يتضمنها سيناريو الصدمات الدولية إلي أنه قد أصبح هناك مايشبه الإغراق فى الأسواق العالمية من الصادرات كثيفة العمل ، وبصفة خاصة من نوع الصادرات التى تتخصص بلدان شرق آسيا فى تصديرها (٧٣) . هذه الحالة من الإغراق يعكسها تراجع حصيلة الصادرات فى البلدان المصدرة للسلع الصناعية كثيفة العمل وانخفاض معدل التبادل التجاري للمنتجات كثيفة العمل مثل الملابس الجاهزة، الأحذية ، الأجهزة المنزلية ... الخ . فقد انخفضت أسعار الصادرات الصناعية العالمية منها بنسبة ٢ ٪ عام ١٩٩٦ . وحسب تقديرات بنك التسويات الدولى ، شهدت أسعار أشباه الموصلات انخفاضا حاداً بلغت نسبته ٨٠ ٪ فى عام ١٩٩٦ قبل أن تبدأ فى الصعود مرة أخري . لقد نتج عن النمو السريع لإنتاج الإلكترونيات فى بلدان شرق إسيا ،بالإضافة إلي قيام كل من الصين والمكسيك بإنتاجها ، خلق طاقة إنتاجية ضخمة ساهمت فى انخفاض أسعار هذه المنتجات . ولعل هذا يفسر انخفاض قيمة الوحدة من الصادرات في كل من كوريا وماليزيا ( الجدول السابق رقم (٤) ) حيث تمثل الإلكترونيات نسبة هامة من صادراتهما .

وترى فرضية ثانية ، قريبة الصلة بالأولي ، أن النمو الاقتصادى للصين ربما كان له تأثير درامي في تحويل الإنتاج القائم على التصدير بعيداً عن بلدان جنوب شرق آسيا ، وهو مايمكن أن يصدق كذلك بالنسبة للنمو الاقتصادى للهند فى القريب العاجل . فقد زادت قيمة صادرات الصين من نحو ٢٠ مليار دولار فى عام ١٩٧٦ إلي نحو ١٥٠ مليار دولار فى عام ١٩٩٦ ، مما جعلها تحتل المرتبة الحادية عشرة على مستوى العالم من حيث قيمة صادراتها . وكانت صادراتها الصناعية تنمو بمعدل سنوى قدره ٢٢ ٪ -بالقيمة الإسمية للدولار - فى الفترة من ١٩٩٠ - ١٩٩٥ . ويتوقع البعض أن تمارس المنافسة الصينية ضغوطا في اتجاه تخفيض مستويات الأجور ومعدل نمو الصادرات فى بقية أرجاء الإقليم (٧٤) .

وقد ربط بعض المراقبين ، بالفعل ربطا مباشراً بين الانخفاض الذى حدث فى صادرات بلدان جنوب شرق آسيا فى عام ١٩٩٦ وقيام الصين بتخفيض قيمة عملتها «اليوان » Yaun تخفيضا فعالاً بنسبة ٥٠ ٪ فى عام ١٩٩٤ . لقد بدأت المشروعات الصينية تنافس نظيرتها فى بقية أرجاء الإقليم منافسة فعالة فى مجال الملابس ، المنسوجات ، والإلكترونيات ؛ واستطاعت بالفعل أن تحظى بنصيب معقول فى الأسواق العالمية بالنسبة لبعض المنتجات ، فإذا ما أخذنا مجموعة البلدان الستة : الصين ومعها الاقتصادات الآسيوية صاحبة الأزمة أندونسيا ، كوريا ، ماليزيا ، الفلبين ، وتايلاند لوجدنا أن نصيب الصين فى إجمالى صادرات هذه البلدان الستة من الملابس الجاهزة قد ارتفع من ٣٧ ٪ عام ١٩٩٠ إلي ٦٠ ٪ عام ١٩٩٦ ، كما قفز نصيبها فى إجمالى صادرات هذه البلدان من الإلكترونيات من ١٢ ٪ إلي ١٨ ٪ خلال نفس الفترة . ومع ذلك، يمكن القول إن المنافسة الصينية لم يكن لها سوى تأثير متواضع على الانخفاض الذى طرأ على صادرات جنوب شرق آسيا فى عام ١٩٩٦ . فالصادرات الصينية لم يتجاوز معدل نموها أكثر من ١,٦ ٪ عام ١٩٩٦ ، وشهدت صادراتها من المنسوجات انخفاضا بنسبة ١٢ ٪ ، ولم يتجاوز معدل نمو صادراتها من الملابس أكثر من ٤ ٪ خلال نفس العام . وقد انخفض نصيب الصين فى إجمالى الصادرات الصناعية لمجموعة البلدان الستة المشار إليها من ٣٤ ٪ عام ١٩٩٤ إلي ٣٢ ٪ عام ١٩٩٦ . وهكذا لم يكن

لتصاعد المنافسة الصينية سوى تأثير محدود على الصادرات الصناعية لبقية بلدان الإقليم خلال الفترة من ١٩٩٢ - ١٩٩٦ . كما أن تخفيض قيمة « اليوان » الصينى فى عام ١٩٩٤ لم يمارس إلا تأثيراً ضعيفا على انخفاض صادرات جنوب شرق آسيا ، إذ أن تأثيره الحقيقي قد تآكل من خلال الارتفاع الإسمى التدريجى فى قيمة « اليوان » ، ووصول متوسط معدل التضخم إلى ٢٠ ٪ فى الصين فى عامي ١٩٩٥ ، ١٩٩٦ مقارنا بمتوسط لايزيد عن ٦ ٪ فقط فى البلدان الخمسة الأخري [٧٥] .

أما الفرضية الثالثة فتتعلق بالولايات المتحدة الأمريكية التى ظلت أكثر الأسواق أهمية بالنسبة للبلدان الآسوية صاحبة الأزمة . فقيام منطقة التجارة الحرة لأمريكا الشمالية NAFTA والصعود الحاد لصادرات المكسيك ، وبصفة خاصة فى أعقاب تخفيض قيمة عملتها « البيزو » في عام ١٩٩٤، ربما أدى إلى ظهور منافسة جديدة ومكثفة لبلدان شرق آسيا . فقد ارتفعت الصادرات الكلية للمكسيك من ٥٢ مليار دولار عام ١٩٩٣ إلى ٩٦ مليار دولار عام ١٩٩٦ ، مع إحراز أنصبة أكبر فى أسواق العديد من السلع التى تتنافس فى إنتاجها مباشرة مع بلدان جنوب شرق آسيا مثل الآلات الإلكترونية ، الملابس ، مكونات السيارات ... الخ . ومع ذلك ، وكشأن المنافسة الصينية، فإنه على الرغم من شدة المنافسة المكسيكية فى بعض القطاعات ، إلا أن تأثيرها الكلى على انخفاض صادرات بلدان جنوب شرق آسيا كان متواضعا . ذلك أنه لو أخذنا مجموعة البلدان السبعة : بلدان الأزمة الآسيوية الخمسة ومعها كل من الصين والمكسيك لوجدنا أن نصيب الصين فى الصادرات الكلية لهذه البلدان السبعة قد زاد زيادة طفيفة من ٢٥,٨ ٪ عام ١٩٩٠ إلى ٢٧,٨ ٪ عام ١٩٩٦ ؛ فى حين انخفض نصيب المكسيك انخفاضا بسيطا من ١١,٣ ٪ إلي ١٠,٩ ٪ خلال نفس الفترة . وقد كان نصيب الصين فى عام ١٩٩٦ هو نفسه تقريباً في عام ١٩٩٢ ، فى حين زاد نصيب المكسيك فى عام ١٩٩٦ عما كان عليه فى عام ١٩٩٢ . أما بالنسبة لبلدان الأزمة الآسيوية ، فقد كان نصيب كل من أندونسيا وكوريا يتجه نحو الانخفاض ، فى حين كان نصيب كل من ماليزيا والفلبين يتجه نحو الارتفاع . أما تايلاند ، فقد ارتفع نصيها من ٩,٦ ٪ عام ١٩٩٠ إلى ١١ ٪ عام ١٩٩٤ ثم انخفض إلى ١٠,٢ ٪ عام ١٩٩٦ . وهكذا

يمكن القول أن البلدان صاحبة الأزمة لم تخسر أنصبتها السوقية لصالح الصين والمكسيك (٧٦) .

وأخيراً ، تذهب فرضية رابعة إلي أن الارتفاع الحقيقى والحاد فى قيمة الدولار الأمريكى فى مواجهة العملات الأوربية والين اليابانى بعد عام ١٩٩٤ ربما يكون قد لعب دوراً ما فى الأزمة المالية الآسيوية . فنظراً لأن عملات بلدان جنوب شرق آسيا كانت مرتبطة بشكل ثابت وفعال بالدولار الأمريكى ، فإن قيمتها قد ارتفعت كثيراً فى مواجهة الين اليابانى عندما ارتفعت قيمة الدولار مقابل الين من ٨٥ ينا للدولار الواحد فى يونيو ١٩٩٥ إلى ١٢٧ ينا للدولار الواحد فى أبريل ١٩٩٧ . وقد ترتب علي ذلك انخفاض حصيلة الصادرات بالعملات المحلية لهذه البلدان . فعلي سبيل المثال ، كان المصدر التايلاندى الذى يقوم بتصدير ماقيمته ١٠٠ ين يابانى إلي اليابان ، يحصل على ٢٩ باهتا تايلانديا فى أوائل عام ١٩٩٥ ؛ ولكنه في أوائل عام ١٩٩٧ لم يكن يحصل مقابل تصدير هذه الصفقة إلا على ٢٠ باهتا فقط . وفى المقابل انخفضت أسعار واردات هذه البلدان من اليابان محققة بذلك بعض المكاسب بالنسبة للصناعات التى تستورد مستلزمات إنتاج من اليابان . ولكن نظراً لانخفاض قيمة الوحدة من كل الصادرات والواردات بالنسبة لعدد كبير من البلدان في عام ١٩٩٦ ، فإن ارتفاع قيمة الدولار الأمريكي دفع أسعار عدد كبير من السلع والخدمات مقومة بالدولار فى الأسواق العالمية نحو الانخفاض ، بما فى ذلك صادرات بلدان جنوب شرق آسيا إلي اليابان وأوربا . ونظراً لأن معظم الديون الأجنبية لبلدان جنوب شرق آسيا مسماة بالدولار ؛ فإن ارتفاع قيمة الدولار ربما عمل على زيادة أعباء خدمة الدين بالنسبة لهذه البلدان (٧٧) .

وما من شك فى أن كل فرضية من الفرضيات الأربع السابقة قد ساهمت بدرجة ، أو بأخرى في إضعاف الأداء التصديرى لبلدان الأزمة الآسيوية فى عام ١٩٩٦ ، وألقت بظلال من الشك لدى دائنى هذه البلدان حول قدرتها على الوفاء بديونها . ومع ذلك ، يبدو أن تأثير هذه العوامل كان متواضعا ؛ ذلك أن ما خلفته هذه العوامل من آثار بالنسبة لبلدان جنوب شرق آسيا أضعف من أن يقارن بأزمة مديونية بلدان أمريكا الجنوبية فى الثمانينات . ولهذا يكون من الصعب أن يعزى إلي هذه العوامل أو إلى

سيناريو الصدمات الدولية ما أصاب بلدان جنوب شرق آسيا من أزمة مالية .

**٢ - الإدارة الاقتصادية والرأسمالية الآسيوية :**

يستند المنهج الثانى فى تفسيره لأزمة بلدان جنوب شرق آسيا إلى ضعف الإدارة الاقتصادية لدى هذه البلدان . ويتضمن هذا المنهج عدداً من الفرضيات القائمة على نقد مايسمى « بالرأسمالية الآسيوية » Asian Capitalism ، وقد يجدر بنا أن نعرض لهذه الفرضيات تباعاً لنرى مدى صحتها وقدرتها على تفسير الأزمة .

أ - من بين الفرضيات التى يتضمنها منهج سوء الإدارة الاقتصادية لدى بلدان الأزمة الآسيوية فرضية تتعلق بسوء تخصيص الموارد الاستثمارية وتدهور بيئة الاستثمار ونوعية الاستثمارات لدى هذه البلدان . ولعل من بين المؤشرات الاقتصادية الكلية المتعلقة بنوعية أو طبيعة الاستثمارات نسبة الزيادة فى رأس المال إلي الناتج (ICOR) Incremental Capital - to - Output Ratio أى نسبة الاستثمارات الجديدة إلى التغير فى الناتج في سنة ما . وهذا المؤشر يجب أن يعالج بحرص لأنه لايظهر الفترة الزمنية الفاصلة بين القيام بالاستثمار والتغير فى الناتج . وبصفة عامة ، فإنه عندما تزداد هذه النسبة فإن ذلك يعنى تدهور نوعية الاستثمارات ، حيث يتطلب الأمر في هذه الحالة مزيداً من الإنفاق الاستثمارى للحصول على زيادة محدودة فى الناتج المحلى الإجمالى . ويوضح الجدول التالى رقم (٥) هذه النسبة فى عدد من البلدان المختارة .

جدول رقم (٥)

نسبة الزيادة في رأس المال إلى الناتج فى عدد مختار من البلدان ١٩٨٧ – ١٩٩٥

| البلد | ١٩٨٧ – ١٩٨٩ | ١٩٩٠ – ١٩٩٢ | ١٩٩٣ – ١٩٩٥ |
|---|---|---|---|
| أندونسيا | ٤,٥ | ٣,٩ | ٤,٤ |
| كوريا | ٣,٥ | ٥,١ | ٥,١ |
| ماليزيا | ٣,٦ | ٤,١ | ٥,٠ |
| الفلبين | ٣,٣ | ٢٢,٨ | ٦,٠ |
| تايلاند | ٢,٩ | ٤,٦ | ٥,٢ |
| شيلى | ٢,٩ | ٣,٣ | ٤,٤ |
| كولومبيا | ٤,٣ | ٤,٧ | ٤,١ |
| الهند | ٣,٢ | ٦,٠ | ٤,٧ |
| المكسيك | ٨,٩ | ٦,٥ | ١١,٧ |
| باكستان | ٢,٨ | ٢,٩ | ٤,٩ |
| تركيا | ٦,٨ | ٥,٤ | ٩,٢ |

المصدر : Radelet , S., & J. Sachs (1998 ) , op.cit., p. 40

ومن المعروف أن معدلات الاستثمار قد ارتفعت فى اقتصادات الأزمة الآسيوية الخمسة فى أوائل التسعينات ، حيث ساهمت تدفقات رأس المال الوافدة إلى هذه البلدان مع ما تتمتع به من معدلات ادخار مرتفعة فى خلق موارد استثمارية ضخمة لديها . وقد ساعد ذلك على تحقيق معدلات مرتفعة للنمو الاقتصادى ولكنها لم تكن بالارتفاع الذى يتناسب مع الزيادة الكبيرة في معدلات الاستثمار . ولهذا يلاحظ من الجدول السابق رقم (٥) ارتفاع نسبة الزيادة فى رأس المال إلى الناتج في كل بلدان الأزمة الآسيوية فى منتصف التسعينات عما كانت عليه فى أواخر الثمانينات . وهذه البيانات تعني أحد أمرين : إما أنها تعنى تدهور نوعية الاستثمارات وتراجع العائد على الاستثمارات الجديدة ، أو أنها تعني أن الإنفاق الاستثمارى الضخم الذى قامت به هذه البلدان فى التسعينات لم تظهر آثاره بعد على معدلات النمو الاقتصادى . ونحن نميل

إلى الإعتقاد فى صحة الأمر الثانى ودافعنا فى ذلك هو أن بيانات الجدول السابق رقم (٥) تشير إلى وجود ارتفاع مشابه فى نسبة الزيادة فى رأس المال إلى الناتج فى أسواق ناشئة أخرى لم تتعرض لأزمات مثل شيلى ، وإلى وجود ارتفاع أكبر فى هذه النسبة فى بلدان أخري مثل تركيا والمكسيك اللتين تعرضتا لأزمات مالية مشابهة فى عامي ١٩٩٤ ، ١٩٩٥ على التوالى .

ب – وتذهب فرضية ثانية إلي أن تشوه أو تدهور عمليات الإقراض ونوعية القروض يعد مؤشراً واضحا على سوء الإدارة الاقتصادية لدى بلدان الأزمة الآسيوية ، وربما تحتاج هذه الفرضية إلي مزيد من التوسع فى العرض من أجل تمحيصها . ومن بين المؤشرات المتعلقة بهذه الفرضية التوزيع القطاعي للقروض . ويوضح الجدول التالى رقم (٦) التوزيع القطاعى لقروض البنوك التجارية والمؤسسات المالية فى اقتصادات الأزمة الآسيوية الخمسة فى عامي ١٩٩٠ ، ١٩٩٦ .

جدول رقم (٦)

*التوزيع القطاعي للقروض القائمة*

*فى بلدان الأزمة الآسيوية عامى ١٩٩٠ ، ١٩٩٦(٪)*

| القطاع | اندونسيا | | ماليزيا | | الفلبين | | كوريا | | تايلاند | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | ١٩٩٠ | ١٩٩٦ | ١٩٩٠ | ١٩٩٦ | ١٩٩٠ | ١٩٩٦ | ١٩٩٠ | ١٩٩٦ | ١٩٩٠ | ١٩٩٦ |
| الزراعة والتعدين | ٩ | ٦ | ٦,٤ | ٢,٤ | ١٣,٨ | ٦,٥ | ٦,٦ | ٥ | ٦,٢ | ٣,٥ |
| الصناعة | ٣٥ | ٢٧ | ٢١,٣ | ٢٢ | ٣٨,٥ | ٣٢,٣ | ٤٤ | ٣٩,٩ | ٢٣,٧ | ٢٣,١ |
| التشييد | .. | .. | ٧ | ٨,٩ | ٢,٧ | ٣,٩ | ١٣,١ | ٩,٨ | ٣,٨ | ٤,١ |
| التجارة والنقل | ٣٤ | ٢٤ | ١٦,٥ | ١٢,١ | ١٨,٢ | ٢٢,٢ | ١٢,٨ | ١١,٧ | ٢٥,٥ | ٢١,٧ |
| التمويل والعقارات | .. | .. | ٣٩,٥ | ٣٩,٢ | ١٦,٩ | ٢١,٨ | ٤,٨ | ٦,٦ | ١٩,٢ | ٢١,٥ |
| الخدمات | ١٨ | ٣١ | .. | .. | .. | .. | .. | .. | .. | .. |
| ائتمانات استهلاكية | .. | .. | ٢,٤ | ٣,٧ | .. | .. | ١٥ | ٢٣,٧ | ١٣,٨ | ١٦,٣ |
| أخرى | ٣ | ١١ | ٦,٩ | ١١,٨ | ١٠ | ١٣,٣ | ٣,٨ | ٣,٣ | ٧,٩ | ٩,٧ |

المصدر :. Radelet , S. & J. Sachs (1998) , op.cit., p. 37

ويلاحظ من الجدول السابق أن هناك تحولاً بسيطا فى الإقراض مبتعداً عن الأنشطة الصناعية ومتجها صوب قطاعات أخري مثل التشييد والبناء ، التمويل ، العقارات ، والخدمات . هذا التحول فى التوزيع إلقطاعي للقروض كان يختلف فى مداه من بلد إلي أخر . فقد كان كبيراً بشكل ملحوظ في أندونسيا ، ومتواضعا فى الفلبين ، وضئيلاً في ماليزيا . أما في كل من كوريا وتايلاند فقد كان التحول ضئيلاً للغاية . وهكذا يمكن القول أن البيانات تشير إلي وجود مجرد تحول بسيط فى التوزيع القطاعي للقروض ، وأن هذا التحول لم يتمخض عن تدفق شديد للقروض صوب القطاع العقارى(٧٨) .

ومن بين المؤشرات المتعلقة بطبيعة عمليات الإقراض ونوعية القروض كذلك نصيب القروض غير المؤداة – أى التى تخلف المدينون عن سدادها – فى إجمالى القروض . ويراعى التعامل مع هذا المؤشر بكثير من التحفظ نظراً لأن البيانات المتعلقة بالقروض المتأخرة السداد تبدو فى الظاهر أقل مما هى عليه فى الواقع بسبب محاولة البنوك إخفاء جانب كبير من هذه القروض بعدم الإعلان عنها ؛ هذا بالإضافة إلي أن القروض السيئة ، بوجه عام ، لاتبدو واضحة إلا فى فترات تقييد شروط الائتمان ، أما في فترات التوسع الائتمانى فإنها لاتظهر بوضوح . ويوضح الجدول التالى رقم (٧) نسبة القروض غير المؤداة إلي إجمالى القروض فى عدد مختار من بلدان الأزمة .

*جدول رقم (٧)*

*نسبة القروض غير المؤداة في عدد مختار من بلدان الأزمة .* ١٩٩٠ – ١٩٩٦

| البلد | ١٩٩٠ | ١٩٩٤ | ١٩٩٥ | ١٩٩٦ |
|---|---|---|---|---|
| أندونسيا | ٤,٥ | ١٢ | ١٠,٤ | ٨,٨ |
| كوريا | ٢,١ | ١ | ٠,٩ | ٠,٨ |
| ماليزيا | ٢٠,٤ | ٨,١ | ٥,٥ | ٣,٩ |
| تايلاند | ٩,٧ | ٧,٥ | ٧,٤ | .. |
| المكسيك | ٢,٣ | ١٠,٥ | ١٤,٤ | ١٢,٥ |
| الأرجنتين | ١٦ | ٨,٦ | ١٢,٣ | ٩,٤ |

المصدر : Radelet, S. & J. Sachs (1998) , op.cit., p. 39

وتشير بيانات الجدول السابق إلى انخفاض نسبة القروض غير المؤداة في كل بلدان الأزمة الآسيوية خلال سنوات ما قبل الأزمة . ففى أندونسيا ، كانت هذه النسبة منخفضة في بداية التسعينات ثم ارتفعت فى عام ١٩٩٤ بسبب ما تعرضت له ميزانيات البنوك من ضغوط شديدة ناتجة عن تبنى سياسة نقدية شديدة التقييد فى الفترة من ١٩٩١ - ١٩٩٣ . ولكن بعد أن صارت أنشطة البنوك أكثر ربحية ابتداء من عام ١٩٩٤ ، شطبت كثير من هذه القروض مما أدى إلى انخفاض نسبتها في عامى ١٩٩٥ ، ١٩٩٦ وقد ورد في تقرير للبنك الدولي عن أندونسيا في مايو ١٩٩٧ ، قبيل الأزمة مباشرة ، ما يؤكد انخفاض نسبة القروض غير المؤداة واستمرار تحسن أداء استثمارات البنوك التجارية . وفي ماليزيا ، يعزى الانخفاض الشديد فى نسبة القروض غير المؤداة إلي التزايد السريع فى النشاط الإقراضى للبنوك التجارية ، بالاضافة إلي الجهود المبذولة لتنظيف ميزانياتها فى أوائل التسعينات . أما فى تايلاند ، فقد كانت نسبة القروض غير المؤداة مرتفعة نسبيا فى أوائل التسعينات بسبب اتساع تعامل المؤسسات المالية فى أسواق الملكية العقارية التى انخفضت أسعارها كثيراً فى عام ١٩٩٧ . وعلى ذلك يمكن القول أن نسبة القروض غير المؤداة قد شهدت انخفاضا ملموساً فى كل بلدان الأزمة الآسيوية فى سنوات ما قبل الأزمة ، وأن البيانات السابقة لاتؤيد فرضية تشوه نوعية القروض أو طبيعة النشاط الإقراضى (٧٩) .

جـ - وترى فرضية ثالثة أن الجنون المضاربى وتزايد الضغوط فى أسواق الأسهم والملكية العقارية يعد أحد سمات سوء الإدارة الإقتصادية لدى بلدان الازمة الآسيوية . ويؤيد « كرجمان » Krugman هذه الفرضية حيث ذهب إلي أنه « فى كل البلدان التى عانت من الأزمة ، كانت هناك دورة من ازدهار أسواق الأصول ثم انهيارها بعد ذلك A Boom - Bust Cycle سبقت أزمة عملاتها المحلية : لقد ارتفعت أسعار الأسهم والأراضى ارتفاعا شديداً ثم انهارت بعد ذلك » (٨٠) .

ومن أجل تمحيص هذه الفرضية واختبار مدى صحتها ، يتعين مراقبة سلوك أسعار الأسهم والممتلكات العقارية فى السنوات القلائل السابقة على الأزمة ، فإذا تبين حدوث ارتفاع شديد وسريع في أسعار هذه الأصول خلال فترة تصاعد الأزمة ثم انهيارها بعد

ذلك ، كان معنى ذلك تأييد هذه الفرضية . ويوضح الجدول التالى رقم (٨) الأرقام القياسية لأسعار الأسهم والأراضى فى كل من تايلاند وأندونسيا منذ بداية التسعينات وحتي نشوب الأزمة .

جدول رقم (٨)

*الأرقام القياسية لأسعار الأسهم والأراضى*

*فى كل من تايلاند وأندونسيا ١٩٩٠ - ١٩٩٧*

| السنة / رقم ربعها | تايلاند | | أندونسيا | |
|---|---|---|---|---|
| | الأسهم | الأراضى | الأسهم | الأراضى |
| ١٩٩٠ - ٢ | ٤٣٩ | ٦٠ | ٩٢ | ٢٥٢٥ |
| ١٩٩٠ - ٤ | ٣٠٨ | ٦٦ | ٥٦ | ٣٠١٩ |
| ١٩٩١ - ٢ | ٤٠٦ | ٧٠,٥ | ٤٥ | ٢٩١١ |
| ١٩٩١ - ٤ | ٣٩٢ | ٦٧ | ٣٣ | ٢٧٨٨ |
| ١٩٩٢ - ٢ | ٤٤٩ | ٦٣,٥ | ٤١ | ٢٤٨٢ |
| ١٩٩٢ - ٤ | ٥٢٩ | ٦٠ | ٣٣ | ٢٣٢٧ |
| ١٩٩٣ - ٢ | ٥٥٤ | ٥٩,٥ | ٤٤ | ٢٢٧٩ |
| ١٩٩٣ - ٤ | ١١٠٣ | ٥٩,٥ | ٦٧ | ٤٢٠٢ |
| ١٩٩٤ - ٢ | ٨٧٨ | ٥٩,٨ | ٥٤ | ٢٣٥٨ |
| ١٩٩٤ - ٤ | ٩٨١ | ٦٠,٥ | ٥٥ | ٢٣٥٨ |
| ١٩٩٥ - ٢ | ١٠٣٨ | ٦٠,٥ | ٦١ | ٢٢٠٠ |
| ١٩٩٥ - ٤ | ٩٦٣ | ٦٠,٥ | ٦٤ | ٢١٧٩ |
| ١٩٩٦ - ٢ | ٩٤٠ | ٦٠,٧ | ٧٢ | ٢١٣٦ |
| ١٩٩٦ - ٤ | ٦١٠ | ٦٠,٤ | ٧٥ | ٢٢٥٠ |
| ١٩٩٧ - ٢ | ٣٩١ | ٤٣ | ٨٠ | ٢٢٦٧ |

المصدر : Radelet , S. & J. Sachs (1998) , op.cit., p. 38

ويلاحظ من الجدول السابق أن أسعار الأسهم فى تايلاند ارتفعت ارتفاعاًشديداً فى

أوائل التسعينات ثم انخفضت بعد عام ١٩٩٥ قبل أن تبدأ فى الانهيار الشديد فى النصف الثاني من عام ١٩٩٦ وعام ١٩٩٧ . أما أسعار الأراضى فى تايلاند فلا تكاد تظهر تغيراً يذكر فى الفترة ما بين عام ١٩٩٢ وحتى نهاية عام ١٩٩٦ ، ولكنها تشهد انخفاضا حاداً فى أوائل عام ١٩٩٧ مساهمة بذلك فى انفجار الأزمة . وعلى ذلك ، فإن مايلفت الانتباه هنا هو عدم وجود تغير يذكر فى أسعار الممتلكات العقارية فى تايلاند طوال الفترة السابقة على الأزمة ، أى من عام ١٩٩٢ وحتى عام ١٩٩٦ . وفى أندونسيا كذلك ليس هناك مايؤيد فرضية « كرجمان » بشأن دورة الازدهار والانهيار فى أسواق الأصول . فأسعار الأسهم شهدت ارتفاعا مضطرداً بمتوسط سنوي بالغ ٦ ٪ تقريبا بالقيم الحقيقية ما بين عام ١٩٩٢ وحتي منتصف عام ١٩٩٧ ولم تنخفض حتى بعد تعويم العملة الوطنية . أما أسعار الأراضى فقد كانت مستوياتها فى يونيو ١٩٩٧ تعادل نفس مستوياتها تقريبا فى يونيو ١٩٩٣ دونما أى دليل على ارتفاعها أو انخفاضها . وعلى ذلك فإن دورة الازدهار والانهيار كانت سمة من سمات الأزمة فى تايلاند ، و بدرجة أقل فى كوريا ، فى حين لم يثبت وجودها فى أندونسيا رغم أنها كانت أكثر البلدان الآسيوية تأثراً بالأزمة (٨١) .

د - تبقى هناك فرضية رابعة وأخيرة ترى أن ضعف المراكز المالية لاقتصادات الأزمة الآسيوية يعد مؤشراً على سوء إدارة هذه الاقتصادات . ومؤدى هذه الفرضية أن المقرضين الأجانب كانوا يعتقدون في ضعف الموقف المالى لاقتصادات جنوب شرق آسيا ومع ذلك استمروا فى إقراضها متوقعين حصول هذه الاقتصادات على دعم مالى من قبل بنوكها المركزية وصندوق النقد الدولى . فى هذه الحالة ، تبقى الائتمانات الأجنبية آمنة طالما أنها فى حدود الكفالة Bailout أو العون المالى الذى يمكن أن تقدمه هذه البنوك المركزية بالتعاون مع صندوق النقد الدولى ، ويظل الدائنون الأجانب بعيدين عن مواجهة مخاطر عدم استيفاء حقوقهم (٨٢) .

ومن بين المؤشرات التى يستند إليها مؤيدو هذه الفرضية عدم ملاءمة هيكل السيولة والمديونية لدى بلدان الأزمة الآسيوية وهو ما يعرضه الجدول التالى رقم (٩) .

جدول رقم (٩)

*مؤشرات عدم ملاءمة هيكل السيولة والمديونية في يونيو ١٩٩٧*

| البلد | معدل الدين قصير الأجل إلى الاحتياطيات الدولية | نسبة الدين قصير الأجل إلي إجمالى المديونية ( ٪ ) | معدل النقود بمفهومها الواسع إلى الاحتياطيات الدولية |
|---|---|---|---|
| كوريا الجنوبية | ٣ | ٦٧ | ٦,٢ |
| أندونسيا | ١,٦ | ٢٤ | ٦,٢ |
| تايلاند | ١,١ | ٤٦ | ٤,٩ |
| الفلبين | ٠,٧ | ١٩ | ٤,٩ |
| ماليزيا | ٠,٦ | ٣٩ | ٤ |
| سنغافورة | .. | .. | ١ |

المصدر : . Goldstein , M. (1998 ) , op.cit., p. 11

ويلاحظ من الجدول أن مؤشرات عدم الملاءمة في هيكل السيولة والمديونية لهذه البلدان تظهر بوضوح مدى تزايد المخاطر التى يمكن أن تتعرض لها هذه البلدان بسبب ضعف مراكزها المالية .

ومن بين المؤشرات الأخرى للدلالة على ضعف المراكز المالية لبلدان الأزمة الآسيوية تزايد مشكلات القطاع الخارجي ، ففى عام ١٩٩٦ ، بلغ عجز الحساب الجارى فى تايلاند ٨ ٪ من ناتجها المحلى الإجمالى . وتميزت بلدان الأزمة الآسيوية الأخرى كذلك بوجود عجز في موازين حساباتها الجارية طوال التسعينات . وقبل اندلاع الأزمة كان هذا العجز يوصف بأنه « عجز حميد » Benign Deficit حيث أنه لم يكن يعكس وجود فجوة بين الادخار والاستثمار في القطاع العام ، كما أن القروض الأجنبية كانت تستخدم أساساً فى بناء طاقات إنتاجية جديدة تستطيع خدمة هذه الديون ، أى أنها لم تكن تستخدم فى تمويل الاستهلاك مثلما حدث فى بعض تجارب بلدان أمريكا الجنوبية . ومع ذلك ، أسهمت عدة عوامل في تصاعد وتعميق مخاطر هذا العجز على نحو ساهم فى التعجيل باندلاع الأزمة ، ومن هذه العوامل مايلى [٨٣] :

- تزايد الأنشطة المضاربية فى أسواق الأسهم والعقارات ، وتخصيص استثمارات ضخمة في مشروعات طموحة جداً للبنية الأساسية الحكومية ، أو في احتكارات حكومية تتسم بضعف كفاءتها ، أو صناعات تتميز بوجود فائض فى طاقاتها الإنتاجية ، وهو مايعنى فى النهاية تدهور نوعية الاستثمارات .

- تشوه سلوك أسعار الصرف الحقيقية لعملات بلدان الأزمة الآسيوية بسبب ارتباطها المباشر بالدولار فى ارتفاعه وانخفاضه ، الأمر الذى أدى إلى تدهور قدراتها التنافسية الدولية .

- تباطؤ معدلات نمو الصادرات السلعية بشكل ملحوظ ابتداءً من عام ١٩٩٦ . وقد يعزى ذلك إلى إرتفاع أسعار الصرف الحقيقية لهذه البلدان ومن ثم ضعف قدراتها التنافسية الدولية ، أو إلى عوامل أخرى مثل تباطؤ معدلات نمو التجارة الدولية وإغراق الأسواق العالمية بمنتجات الصناعات الالكترونية .

- تزايد المنافسة الصينية للأسواق الناشئة فى بلدان جنوب شرق آسيا سواء فى مجال جذب الاستثمارات الأجنبية أو فى مجال تصدير العديد من المنتجات المماثلة .

ويلخص الجدول التالى رقم (١٠) بعض مشكلات القطاع الخارجى لبلدان الأزمة الآسيوية .

## جدول رقم (١٠)

### بعض مشكلات القطاع الخارجي فى بلدان الأزمة الآسيوية

| البلد | نسبة الارتفاع في أسعار الصرف الحقيقية (١) | وضع ميزان الحساب الجارى (٪ من الناتج المحلى الاجمالى ) | | معدلات النمو السنوية للصادرات السلعية | |
|---|---|---|---|---|---|
| | يونيو ١٩٩٧ | ١٩٩٥ | ١٩٩٦ | ١٩٩٥ | ١٩٩٦ |
| تايلاند | ٦,٧ | - ٧,٩ | - ٧,٩ | ٢٣,١ | ٠,٥ |
| أندونسيا | ٤,٢ | - ٣,٣ | - ٣,٣ | ١٣,٤ | ٩,٧ |
| ماليزيا | ٩,٣ | - ١٠ | - ٤,٩ | ٢٠,٣ | ٦,٥ |
| الفلبين | ١١,٩ | - ٤,٤ | - ٤,٧ | ٢٨,٧ | ١٨,٧ |
| هونج كونج | ٢٢ | - ٣,٩ | - ١,٣ | ١٤,٨ | ٤ |
| سنغافورة | ١٣,٥ | ١٦,٨ | ١٥,٧ | ١٣,٧ | ٥,٣ |
| كوريا الجنوبية | - ٧,٦ | - ٢ | - ٤,٩ | ٣٠,٣ | ٣,٧ |
| تايوان | - ٥,٥ | ٢,١ | ٤ | ٢٠ | ٣,٨ |

(١) بالنسبة إلى مستواها في الفترة من يونيو ١٩٨٧ وحتي مايو ١٩٩٧

المصدر : Goldstein , M. (1998) , op. cit., p. 15 .

ومع ذلك ، وفى إطار مناقشة وتمحيص فرضية ضعف المراكز المالية لبلدان الأزمة الآسيوية ، يري فريق آخر من الباحثين أن البيانات والتقارير المتاحة والمتعلقة بهذه البلدان حتى وقوع الأزمة كانت تخلو من الإشارة إلى أى مشكلات أساسية تهدد مراكزها المالية . فلو أن المقرضين كانوا قد أدركوا تزايد مخاطر الإقراض إلى بلدان جنوب شرق آسيا ، لكان من المتعين زيادة الفائدة على السندات الآسيوية ، وهو مالم يحدث . فقد لاحظ بعض الباحثين أن الفائدة على السندات والقروض الجماعية قد انخفضت بالفعل فى الأسواق الناشئة ، بما فيها أسواق جنوب شرق آسيا ، ما بين منتصف عام ١٩٩٥ ومنتصف عام ١٩٩٧ . وقد أكد بنك التسويات الدولى أيضا صحة هذه الملاحظة [٨٤] .

ولو أن الأسواق الدولية كانت قد أدركت من جانبها ضعف المراكز المالية لبلدان جنوب شرق آسيا أو خامرها الشك في تصاعد شبح الأزمة فيها ، لقامت مؤسسات التقييم أو التصنيف الدولية بترتيب السندات الحكومية طويلة الأجل لدي هذه البلدان في منزلة أدنى ، وهو مالم يحدث كذلك . فقد حافظت هذه السندات على ترتيبها أو تصنيفها ، بل وتحسن وضع كثير منها فى كل اقتصادات الأزمة الآسيوية الخمسة ما بين عام ١٩٩٥ وعام ١٩٩٧ ، ولم تنخفض منزلتها حتي بعد اندلاع الأزمة . وحتي فى تايلاند عام ١٩٩٧ ، حينما تدهورت أسعار الممتلكات العقارية ، ظلت السندات الحكومية محتفظة بمنزلتها المرتفعة . صحيح أن بعض التقارير والنشرات الاقتصادية قد أعطت صورة قاتمة عن ضعف الأداء الاقتصادى فى بلدان جنوب شرق آسيا من خلال إشاراتها المتمثلة فى تباطؤ معدلات نمو الصادرات ، وتزايد القروض التى تحصل عليها، وازدهار المضاربة على العقارات ... الخ ، ولكنها لم تتضمن أية إشارة إلى الفقاعة التى تنتظر الانفجار ، أى الأزمة . كما أن معظم التحليلات الاستثمارية كانت تنشر الثقة المشوبة بالحذر فى بيئة الاستثمار داخل هذه البلدان سواء في المدى القصير أو المدى الطويل (٨٥) .

أما فيما يتعلق بتوقع المستثمرين المحليين تلقى الدعم والإعانات الحكومية في حالة الأزمة ، فإنه ليس هناك من شك في أن كثيراً من المشروعات والمصارف الآسيوية ، الخاصة والحكومية ، كانت ولاتزال تتلقى دعما حكوميا قويا . ففى كوريا ، لم يكن يسمح للمجموعات المالية الضخمة بالانهيار لمدة عقد كامل قبل سقوط شركة « هانبو » Hanbo للصلب فى بداية عام ١٩٩٧ . وفى أندونسيا ، كانت كثير من المشروعات على علاقة قوية بالنظام الحاكم والقوات المسلحة ، حصلت من خلالها على مزايا خاصة . ولاتزال مشروعات البنية الأساسية في معظم بلدان الأزمة الآسيوية تحصل على دعم حكومي عن طريق تعاملها مع وكالات حكومية .

وعلى ذلك يمكن القول إن المستثمرين الأجانب لم يهتموا كثيراً بشأن بعض المخاطر التي تميزت بها بعض أسواق بلدان جنوب شرق آسيا مثل تقلبات أسعار الأسهم ، وتراخى القوانين المنظمة للإفلاس ، وضعف النظام القضائى .. الخ ، ليس بسبب

توقعهم الحصول على دعم مالى في حالة الأزمة ، ولكن بسبب توقعهم استمرار النمو الاقتصادى السريع وارتفاع معدلات الربحية .

نخلص من ذلك إلى أن تزايد تدفقات رأس المال الأجنبى الوافدة إلى بلدان جنوب شرق آسيا قد ساهمت مع ارتفاع أسعار صرف عملاتها المحلية والنمو السريع في النشاط الإقراضى للبنوك فى إحداث بعض التشوهات في نوعية وبيئة الاستثمارات لدى هذه البلدان ؛ وأن مقرضى البنوك التجارية الرئيسية والمشروعات ذات الصلات الحكومية القوية لم يكن يساورهم القلق بشأن قروضهم ؛ وأن عدداً قليلاً فقط من المراقبين هم الذين لمحوا بوادر الأزمة تلوح في الأفق أما المضاربون فإنهم لم يشموا رائحة الصيد فى بلدان جنوب شرق آسيا في أعقاب أزمة البيزو المكسيكى ، إذ لم يكن هناك نطاق واسع لتوقع الانهيار المالى الذى حدث لاحقا فى هذه البلدان .

٣ - عدم استقرار أسواق رأس المال الدولية :

يعتمد المنهج الثالث والأخير في تفسيره لأزمة بلدان جنوب شرق آسيا على التقلبات الحادة في توقعات الدائنين بشأن سلوك غيرهم من الدائنين الآخرين مما أدى إلى خلق نوع من الأداء الذاتى Self - Fulfilling للذعر المالى والأزمة . ويقوم هذا المنهج على عدد من الفروض أهما مايلى [٨٦] .

- أن الظروف الاقتصادية الأساسية لدى هذه البلدان كانت قوية بما يكفى لقيامها بخدمة ديونها .
- أن عمليات التكيف والإصلاح التى بدأتها هذه البلدان في مجال أسعار الصرف في منتصف عام ١٩٩٧ لم تكن هى المسئولة عن الانهيار المالى .
- أن رد فعل الأسواق المالية وأسواق الصرف الأجنبى إزاء حالة الذعر المالى التى حدثت في نهاية عام ١٩٩٧ كان متطرفا ومبالغا فيه .

هذا المنهج في تفسيره للأزمة يبدو متفقا أو متسقا مع عدد من الحقائق الأساسية مثل : دور القروض قصيرة الأجل فى انطلاق الأزمة ، الطبيعة غير المتوقعة للأزمة ،

استمرار تدفق القروض إلي هذه البلدان حتى اندلاع الأزمة ، وردود الأفعال الأولية المتطرفة بشأن الأزمة والتى عكستها التحولات العكسية المفاجئة فى أسعار الصرف وأسعار الأسهم ابتداءً من يناير ١٩٩٨ . ولاختبار صحة هذا المنهج وما يقوم عليه من فروض ، أمكن الاستعانة بنموذج احصائى بسيط يعتمد على قياس مؤشرات مخاطر الأزمات المالية في الأسواق الناشئة . وبالاعتماد على البيانات المتعلقة بعدد من المتغيرات الاقتصادية والمؤسسية فى اثنين وعشرين سوقا من هذه الأسواق فى الفترة من ١٩٩٤ - ١٩٩٧ ، أمكن التوصل إلى النتائج التالية (٨٧) :

- أن البلدان التي تميزت بارتفاع نسبة الديون قصيرة الأجل إلي الأصول قصيرة الأجل ( مقيسة على أساس نسبة الدين قصير الأجل إلي احتياطيات النقد الأجنبى) كانت أكثر عرضة للأزمة أكثر من غيرها . إن ارتفاع هذه النسبة لا يؤدى بالضرورة إلى وقوع الأزمة ، ولكنه يحمل الدائنين الأجانب على الاعتقاد فى أن المتاح من النقد الأجنبى لدى البلد المدين قد لايكفى لدفع ديونها في حالة حدوث الذعر المالى . لقد أظهر النموذج الإحصائى وجود علاقة ارتباط موجبة وقوية بين ارتفاع هذه النسبة ووقوع الأزمة في كل الحالات ، فى حين لم يكن هناك ، في المقابل ، ارتباط احصائى بين ارتفاع نسبة الدين الإجمالى إلي احتياطيات النقد الأجنبى وحدوث الأزمة .

- أن البلدان التي تميزت بتزايد الائتمانات المصرفية فيها زيادة كبيرة أصبحت نظمها المالية والمصرفية أكثر هشاشة من غيرها ، وزادت فيها القروض السيئة مما جعلها أكثر عرضة للأزمات المالية . فقد تبين أن البلدان التى ارتفعت فيها نسبة مطلوبات القطاع المالى من القطاع الخاص إلي الناتج المحلى الإجمالى تعرضت أكثر من غيرها للأزمات المالية . وقد أظهر النموذج الإحصائى كذلك وجود علاقة ارتباط موجبة وقوية بين ارتفاع نسبة مطلوبات القطاع المالى من القطاع الخاص إلى الناتج المحلى الإجمالى ووقوع الأزمة في ٧٥ ٪ من الحالات .

- لم يكن للعجز الضخم في موازين الحسابات الجارية سوى علاقة ارتباط ضعيفة بحدوث الأزمات المالية . فقد أظهر النموذج أن متوسط نسبة العجز فى الحسابات

الجارية إلي الناتج المحلى الإجمالى فى بلدان الأزمة كانت حوالى ٥ ٪ مقارنة بنسبة ٢ ٪ في البلدان التى لم تتعرض للأزمات . وفي المقابل كانت هناك علاقة ارتباط قوية بين الأزمات وحالة حسابات رأس المال . فالضغوط التى تعرضت لها اقتصادات الأزمة كانت ناتجة عن تدفقات رأس المال وليست بسبب عجز الحسابات الجارية . ومع ذلك كانت علاقة حسابات رأس المال بالأزمة أقل قوة من علاقة الأزمة بتزايد نسبة الدين قصير الأجل وتزايد نسبة مطلوبات البنوك .

- على الرغم من انتشار الفساد فى الأسواق الناشئة بصفة عامة ، سواء فى ذلك ماتعرض منها للأزمات ومالم يتعرض ، إلا أنه لم يكن له علاقة ارتباط بحدوث الأزمات .

على هذا النحو يؤيد النموذج الإحصائى السابق وما توصل إليه من نتائج صحة فروض ذلك المنهج الثالث فى تفسير الأزمة المالية التى تعرضت لها بلدان جنوب شرق آسيا والذى يرى أن السبب الرئيسى للأزمة يتمثل فى عدم استقرار الأسواق المالية الدولية .

نخلص من ذلك إلي أن هناك عدة عوامل قد تفاعلت مع بعضها في اندلاع الأزمة . فقد تعرضت بلدان جنوب شرق آسيا لعدد من الصدمات الاقتصادية الدولية فى الفترة من ١٩٩٤ - ١٩٩٦ شملت دخولها في منافسة شديدة مع بعض الاقتصادات الأخرى مثل الصين والمكسيك ، وارتفاع قيمة عملاتها المحلية المرتبطة بالدولار فى مواجهة الين اليابانى مما أثر على قدرتها التنافسية الدولية . ورغم أنه لم يكن لهذه الصدمات سوى تأثير متواضع على الأداء الاقتصادى لهذه البلدان إلا أنها قد تفاعلت مع تزايد درجة ضعف النظم المالية فيها على نحو ساهم فى إحداث الأزمة . فقد أدت عمليات الإصلاح الجزئى للقطاع المالى ومحاولة تحريره إلى تزايد درجة هشاشة أو ضعف نظمها المالية مما أدى إلى تزايد حركة التدفقات الخارجة لرأس المال .وإذا كانت هذه العوامل مجتمعة قد ساهمت بدرجة أو بأخرى فى تعريض هذه البلدان لمخاطر الأزمة ؛ إلا أن العامل الحاسم والرئيسى الذى أدى إلى انفجار الأزمة كان يتمثل فى عدم استقرار

الأسواق المالية الدولية الذى أدى إلى انتشار حالة من الذعر المالى بين الدائنين ومن ثم إلى اندلاع الأزمة .

لقد ارتكبت هذه البلدان ، ومعها صندوق النقد الدولى الذى يقود الاستجابة الدولية لمواجهة الأزمة والذى حاول دعم أو مساندة أو « تثبيت آسيا » Fixing Asia بعض الأخطاء فى مواجهة الأزمة وإدارتها ساهمت بدورها فى التعجيل بحالة الذعر المالى والأزمة ، وهو مايجدر أن نلقى عليه بعض الضوء فى القسم التالى .

# ٥

# إدارة الأزمة والدروس المستفادة منها

## ٥ - ١ - الاستجابة المحلية :

يمكن القول أن استجابة حكومة تايلاند للانهيارات المالية التى حدثت فى أسعار الأراضى والأسهم وتزايد هشاشة المؤسسات المالية في أواخر عام ١٩٩٦ وبداية عام ١٩٩٧ لم تكن ملائمة تماماً ، وأنها لوكانت قد تصرفت بطريقة مختلفة ربما استطاعت الإفلات من الأزمة ولما انتقلت عدواها إلى بقية بلدان الإقليم . فعلى الرغم مما تعرضت له تايلاند من انهيارات مالية ، ورغم ضخ مقادير ضخمة من الأموال إلي المؤسسات المصرفية المتأزمة ، تجاهلت الحكومة صيحات التحذير التى أطلقها المحللون والمراقبون، وحاولت تثبيت سعر صرف « الباهت » في مواجهة الدولار مما أدى إلى فقدان جانب كبير من احتياطياتها من النقد الأجنبى . وبمرور الوقت ، اضطر البنك المركزى إلى تعويم « الباهت » ولكن بعدما كان قد أنفق كميات ضخمة من احتياطيات النقد الأجنبى دفاعاً عنه (٨٨) . كما أنفقت الحكومة كذلك مليارات من الدولارات بالعملة المحلية من أجل دعم أو مساندة المؤسسات المصرفية المتأزمة دون اتخاذ أى خطوات أساسية تجاه إغلاقها أو دمجها أو إعادة تأهيلها (٨٩) . ونتيجة لذلك أصبح البلد مهدداً بحالة من الذعر المالى الشديد بعدما أدرك المستثمرون أن احتياطيات النقد الأجنبى المتاحة لدى الدولة قد انخفضت إلي مستويات لاتسمح حتى بخدمة الديون القائمة قصيرة الأجل المستحقة للمصارف الدولية .

وبمجرد أن بدأت الأزمة فى الانتشار ، ارتكبت البلدان الأخرى أخطاء عجلت بانسحاب رأس المال منها . فقد فرضت كل من تايلاند وماليزيا قيوداً على تحركات رأس المال . وأعلنت ماليزيا أنها سوف تنشئ صندوقا لدعم أسعار الأسهم ولكنها تخلت عن ذلك لاحقا . أما كوريا فقد واجهت بعض مشكلاتها بجرأة حينما تركت بعض شركاتها ومؤسساتها عرضة للإفلاس ، ولكنها تصرفت بعد ذلك بطريقة مختلفة وغير مفهومة حينما أنفقت احتياطياتها من النقد الأجنبى فى محاولة يائسة للدفاع عن عملتها

المحلية « الون » Won فى أكتوبر ونوفمبر من عام ١٩٩٧ . أما أندونسيا ، فقد حظيت بإعجاب الكثيرين فى معالجتها الأولية للأزمة حينما قامت بتوسيع نطاق تبادل عملتها المحلية « الروبية » ثم تعويمها بعد ذلك فى أغسطس عام ١٩٩٧ . لقد قاومت إغراء إنفاق احتياطياتها للدفاع عن قيمة عملتها ، وسهلت القوانين والقواعد الحاكمة لملكية الأجانب للأسهم ، وأعلنت أنها سوف ترجئ تنفيذ أكثر من مائة مشروع استثمارى . ولكن بقيام مشروعات الدولة بسحب ودائعها الضخمة من النظام المصرفى ارتفعت أسعار الفائدة ارتفاعاً حادا مما أدى إلى انسحاب رأس المال الأجنبى . (٩٠)

**٥ - ٢ - استجابة صندوق النقد الدولى .**

وبدلاً من أن تؤدى برامج صندوق النقد الدولى إلى تهدئة الأوضاع واستعادة الثقة ، عجلت بهروب رؤوس الأموال من بلدان الإقليم ، وذلك على الرغم من قيام الصندوق بتدبير أكثر من ١٠٠ مليار دولار لاستخدامها فى مواجهة الأمور الطارئة فى كل من أندونسيا وتايلاند وكوريا . لقد ركزت البرامج الأولية للصندوق على معالجة العجز المالى، ارتفاع أسعار الفائدة ، تقييد معدلات نمو النقود ، والإغلاق الفورى للمؤسسات المالية غير القادرة على الوفاء بالتزاماتها . ولكن هذه البرامج تم التخلى عنها خلال شهر واحد فقط فى كل من تايلاند وأندونسيا وكوريا حيث أنها لم تفلح فى وقف انهيار أسعار الصرف وأسعار الأسهم . ولم تظهر أول بارقة أمل إلا فى نهاية ديسمبر عام ١٩٩٧ حينما كفت أسعار الصرف عن الانهيار عندما تبنت المؤسسات الدولية المعنية بالأزمة منهجا مختلفا لمعالجة المشكلات يعتمد على إعادة هيكلة الديون والتعجيل بإنفاق الأموال والتسهيلات التى قام الصندوق بتدبيرها وإعادة هيكلة القطاع المالى بشكل أكثر شمولاً ورشادة . وهكذا يمكن أن نميز في إطار إدارة صندوق النقد الدولى الأزمة بين مرحلتين على النحو التالى :

**٥ - ٢ - ١ - المرحلة الأولى :**

تمثل التشخيص الأساسى للأزمة لدى الصندوق فى أن هذه البلدان قد عرّضت نفسها لحالة من الاضطراب المالى Financial Chaos نتجت عن تشوه وغموض

المعاملات الداخلية والفساد وضعف الضوابط والقيود الحاكمة لقطاع الأعمال ، الأمر الذى تمخض عن تدهور بيئة الاستثمار وعدم استقرار النظام المصرفى . ولهذا كانت استراتيجية الصندوق فى إدارته للأزمة تعتمد على ضرورة إصلاح النظم المالية لهذه البلدان .

فى هذه المرحلة ، وقَّع الصندوق ثلاث اتفاقيات قروض طارئة مع كل من تايلاند في أغسطس ١٩٩٧ ، وأندونسيا في نوفمبر ١٩٩٧ ، وكوريا في ديسمبر ١٩٩٧ . وقد تضمنت هذه الاتفاقيات الثلاث تقديم دعم مالى دولي ضخم وغير مسبوق يقدر بنحو ١٧ مليار دولار لتايلاند ، ٣٥ مليار دولار لأندونسيا ، ٥٧ مليار دولار لكوريا (٩١) . وكانت اتفاقيات القروض الثلاث متشابهة فى مضمونها الأساسي ، فقد تضمنت كل منها العناصر التالية :

- يخصص جانب كبير من القروض للحكومات والبنوك المركزية لتمكينها من تعزيز قدرتها على خدمة الديون الأجنبية وعلى تثبيت أسعار الصرف .
- ضمان توفير إطار اقتصادى كلي يتميز بتوازن الميزانية ، وارتفاع أسعار الفائدة الإسمية ، وتقييد الائتمان المحلى بما يتفق ومتطلبات استقرار أسعار الصرف .
- تبنى إجراءات هيكلية وتوجيهية أخرى من أجل زيادة الشفافية والمنافسة تتضمن التعجيل بإصلاح النظام التجاري ، والخصخصة ، وكسر حدة الاحتكار .

كان الهدف الفورى للصندوق هو استعادة الثقة فى الأسواق المالية ، وبصفة خاصة من خلال العمل على استقرار أسعار الصرف عن طريق رفع أسعار الفائدة وتقييد الائتمان وتحقيق التوازن المالى وزيادة احتياطيات النقد الأجنبى . فلو أمكن تثبيت أسعار الصرف وتجنب التوقف عن الوفاء بالديون ، يكون من المحتمل استعادة الثقة فى الأسواق بحيث لا تلجأ الحكومات الآسيوية إلى سحب كل الأموال التى تضمنتها اتفاقيات القروض ، ومنع انتقال عدوى الأزمة إلى أسواق ناشئة أخرى (٩٢) .

وخلال الفترة من أغسطس وحتى ديسمبر عام ١٩٩٧ ، فشلت برامج الصندوق فى

احتواء الأزمة واستعادة الثقة فى الأسواق . فقد شهدت أسعار الصرف فى البلدان الثلاثة مزيداً من الانخفاض السريع على الرغم من الارتفاع الشديد فى أسعار الفائدة ، وانخفضت احتياطيات النقد الأجنبى بأسرع مما توقع الصندوق ، وظل الدائنون الأجانب غير مقتنعين بشأن قدرة المدينين فى القطاع الخاص على خدمة ديونهم واستمروا في طلب تسديد الديون قصيرة الأجل بشكل مكثف حال دون الاستمرار في تنفيذ برامج الصندوق ، وأدى فى النهاية إلى تخفيض منزلة هذه الديون فى البلدان الثلاثة في ديسمبر ١٩٩٧ إلي مرتبة السندات الضعيفة أو الهزيلة Junk Bond Status . ومن بين المؤشرات الدالة على إخفاق معالجة الصندوق للأزمة ، التدهور الكبير الذى لحق بمعدلات النمو الاقتصادى لدى هذه البلدان ، حتى أن الصندوق قد قام بتخفيض توقعاته بشأن هذه المعدلات أكثر من مرة فى عام ١٩٩٨ .

**٥ - ٢ - ٢ - المرحلة الثانية :**

دخلت إدارة الأزمة الماليةلبلدان جنوب شرق آسيا مرحلتها الثانية فى ٢٤ ديسمبر ١٩٩٧ . فمع وصول كوريا إلي حافة التوقف عن الوفاء بديونها ، قررت حكومة الولايات المتحدة الضغط على البنوك الأجنبية الدائنة لكوريا من أجل جدولة ديونها قصيرة الأجل. وقد تم التوصل إلي اتفاق بين هذه البنوك والحكومة الكورية فى ١٦ يناير ١٩٩٨ بشأن جدولة الديون قصيرة الأجل المستحقة فى الربع الأول من عام ١٩٩٨ . وفى ٢٨ يناير اتسعت الاتفاقية لتغطى ٢٤ مليار دولار من الديون قصيرة الأجل تتراوح آجالها بين سنة وثلاث سنوات . وأصر الصندوق بعد ذلك ، بمساندة من الولايات المتحدة ، على ضرورة التوصل إلى اتفاق شامل يتعلق بجدولة كل الديون كشرط لمنح الحكومة الكورية دفعات إضافية من التسهيلات الأئتمانية التى تغطيها اتفاقية القرض الموقعة مع كوريا فى دسيمبر ١٩٩٧ . وهكذا فإنه بدلاً من استخدام هذه التسهيلات الائتمانية فى إعادة الثقة إلى الأسواق ، استخدمت بطريقة غير سوقية لتأجيل وهيكلة الديون المستحقة (٩٢).

هذه الترتيبات الجديدة حالت دون المزيد من تدهور الأوضاع في كوريا ، كما حالت دون حدوث المزيد من تدهور أسواق الأسهم فى بلدان الأزمة الثلاثة : كوريا ، تايلاند ،

وأندونسيا . ومع ذلك ، استمرت عملات كل من تايلاند وأندونسيا فى الانخفاض لعدة أسابيع أخرى . ولم يتوقف انخفاض قيمة « الباهت » التايلاندى إلا فى ٢١ يناير ١٩٩٨ حينما أعلنت الحكومة ضمانها لكل خصوم البنوك التجارية فى تايلاند بما فى ذلك الديون الأجنبية . أما فى أندونسيا فقد ازدادت الأمور اضطرابا وتدهوراً على الرغم من قيام الحكومة بتوقيع اتفاق جديد مع الصندوق فى يناير ١٩٩٨ . فقد كان هذا الاتفاق الجديد بمثابة مراجعة وتنقيح لاتفاق الأول من نوفمبر ١٩٩٧ ، ولم يتضمن أى شىء بخصوص إعادة هيكلة ديون القطاع الخاص ، كما حدث في كوريا ، ولابخصوص قيام الحكومة الأندونسية بضمان خصوم البنوك التجارية ، كما حدث في تايلاند . ولهذا فشل الاتفاق الجديد كسابقه فى إعادة الثقة إلي الأسواق ، الأمر الذى أدى إلى مزيد من تدهور سعر صرف الروبية . ولم يطرأ تحسن على وضع السوق المالية فى أندونسيا إلا بعد عدة أسابيع عندما أعلنت الحكومة عن سياسة جديدة تقوم على عنصرين : تجميد أو تعليق مدفوعات خدمة الديون قصيرة الأجل ، وضمان كافة خصوم البنوك التجارية سواء تلك المستحقة للدائنين الأجانب أو المودعين المحليين . وفى العاشر من أبريل ١٩٩٨، وقعت أندونسيا اتفاقا ثالثا مع الصندوق يتضمن إعادة هيكلة الديون الأجنبية المستحقة على القطاع الخاص ، وإعادة التنظيم الشامل للبنوك التجارية ، وتخفيف حدة القيود المالية ، والإلغاء التدريجى للدعم الحكومي . وكان رد الفعل الأولى للسوق إزاء هذه الخطوات إيجابيا وملائما مما أدى إلى ارتفاع سعر صرف الروبية بنسبة ٦ ٪ خلال ثلاثة أيام [٩٤] .

لقد تضمنت المرحلة الثانية في إدارة صندوق النقد الدولى للأزمة مبادىء جديد منها:

- التأجيل أو التعليق الجزئى لمدفوعات الديون الأجنبية وفقا لاتفاقيات جماعية بين الدائنين والمدينين ( كما في حالة كوريا ) أو وفقا لاتفاقيات فردية يتم التفاوض بشأنها بين الدائن والمدين ( كما في حالة أندونسيا ) .
- ضمان الحكومات لخصوم البنوك التجارية .
- التركيز على إعادة هيكلة البنوك بدلاً من إغلاقها .

- التخلى عن هدف تحقيق فائض فى الميزانية والتركيز فقط على محاولة تخفيف العجز فيها .

ومع ذلك ظلت هناك بعض المبادىء فى المرحلة الثانية من إدارة الأزمة دون تغيير مثل إصرار الصندوق على تثبيت أسعار الصرف من خلال ارتفاع أسعار الفائدة وتقييد الائتمان المحلى ، تبنى إجراءات هيكلية واسعة النطاق فى مجالات التمويل والتجارة والرقابة على قطاع الأعمال (٩٥) .

**٥ - ٣ - تقييم إدارة الصندوق للأزمة :**

ظلت بلدان جنوب شرق آسيا تعانى من انكماش اقتصادى حاد فى أوائل عام ١٩٩٨ على الرغم مما أتيح لها من دعم دولى في صورة قروض تقدر بنحو ١١٠ مليار دولار . فقد عجزت برامج الصندوق عن تحقيق معدلات متواضعة للنمو الاقتصادى ، كما فشلت فى تحقيق أهدافها الأخرى المتمثلة فى المحافظة على الجدارة الائتمانية لهذه البلدان ، وعلى استمرارها في خدمة ديونها ، وعلى استقرار أسعار صرف عملاتها عند المستويات السابقة على توقيع اتفاقياتها مع الصندوق . ولقد كان وراء هذا الفشل الذى منيت به برامج الصندوق عدة أسباب نذكر منها مايلى (٩٦) :

١ - لم يعط الصندوق أهمية كبيرة لإعادة الثقة فى الأسواق فى الأجل القصير تحت أية ظروف ، وكان تواجده في هذه البلدان بمثابة وقوف سيارة إسعاف على باب أحد المرضى ، بمعنى أنه بث شعوراً بعدم الأمان وضعف الثقة في الأوضاع الاقتصادية لهذه البلدان لمجرد تدخله في شئونها .

٢ - عمل الصندوق على توسيع وتضخيم حالة الذعر المالى التى أصابت هذه البلدان عندما أعلن أن الأزمة تعزى إلى ضعف وسوء الإدارة الاقتصادية لدى هذه البلدان ، وليس إلى الأداء الذاتي للذعر المالى بين الدائنين . ففى حالة كوريا ، على سبيل المثال ، أعلن الصندوق « أن تطور الأحداث التى ألمت ببلدان جنوب شرق آسيا ساهم في وقوع الأزمة فى كوريا ، وأن حدوث مزيد من التدهور

اللاحق فى الأوضاع المالية في كوريا يعزي بدرجة أكبر إلى ضعف أساسى فى قطاعات المال والأعمال فيها » (٩٧) .

٣ - كان منهج الصندوق فى إعادة الثقة إلي الأسواق يعتمد على افتراضات خاصة قوامها أن السلوك الصارم بشأن إعادة هيكلة الأسواق المالية - الذى يتضمن إغلاق المؤسسات المالية المتعثرة ، وإحكام وتشيد الإجراءات والقوانين الحاكمة لأداء النظام المالى - سوف يعيد الطمأنينة والثقة إلى نفوس الدائنين مما يدفعهم إلي قبول تأجيل المستحق من ديونهم قصيرة الأجل . والمشكلة فى هذا المنهج هى صعوبة إدخال أو تبنى مثل هذه الإصلاحات فى وقت يعانى فيه الدائنون من ذعر مالى شديد . كما أنه لايوجد ما يحمل علي الاعتقاد فى أن هذه الإصلاحات يمكن أن تعيد الثقة إلى الدائنين فى ظل هذا الذعر المالى . وربما كان العكس هو الصحيح ، بمعني أن المنطق الذى يحكم الدائن هو أن البنوك والمؤسسات المالية إذا ما تم إغلاقها بدلاً من دعمها ماليا من قبل مقرض الملاذ الأخير ، فإن ذلك قد يؤدى إلى حالة من الذعر المالى لم تكن موجودة من قبل (٩٨) .

ففى إطار عملية إعادة هيكلة القطاع المالى فى أندونسيا فى ظل برنامج الصندوق الموقع مع الحكومة في الأول من نوفمبر ١٩٩٧ ، تم إغلاق ١٦ بنكا تجاريا نتيجة وجود شرط صريح فى الاتفاقية يقضى بعدم حماية الودائع التى تزيد قيمتها علي ٢٠ مليون روبية ( خمسة آلاف دولار فى ذلك الوقت ) . وكان الهدف الرئيسى للصندوق من وراء ذلك هو ضمان الثقة فيما تبقى قائما من النظام المصرفى بعد إغلاق وتصفية بعض أجزائه الضعيفة. وبدلاً من أن يتحقق هذا الهدف ، أدى إغلاق العديد من البنوك إلى تزاحم وتكالب المودعين على سحب ودائعهم من البنوك التى ظلت قائمة مما أدى إلي انتشار حالة من الذعر المالى(٩٩)

وفى يناير ١٩٩٨ ، كان النظام المصرفى بالكامل فى كل من أندونسيا ، كوريا ، وتايلاند على وشك التوقف عن الوفاء بالتزاماته ، وتوقفت البنوك الأجنبية عن قبول خطابات الضمان والائتمان التى تصدرها البنوك المحلية فى هذه البلدان .

ورغم أن انخفاض أسعار صرف عملات هذه البلدان كان من الممكن أن يعمل على تشجيع صادراتها ؛ إلا أن المصدرين كانوا عاجزين عن تدبير الائتمانات اللازمة لذلك بسبب عجز أو فشل البنوك وعدم قدرتها على توفير السيولة اللازمة لتمويل أنشطة التصدير (١٠٠) .

٤ - اتسمت السياسات المالية والنقدية للصندوق فى إدارته للأزمة بعدم الرشادة . فقد عول الصندوق على سياسات مالية انكماشية لضمان تحقيق فائض مالى فى ميزانيات عام ١٩٩٨ ، علي الرغم مما كانت تعانيه هذه البلدان من انكماش اقتصادى شديد بسبب انسحاب رأس المال الأجنبي .، وكان الصندوق يصر على أن هذه الإجراءات تمثل عنصراً أساسياً في حزمة الإجراءات الرامية إلي إعادة بناء الثقة اللازمة لتثبيت أسعار الصرف . ولم تظهر أية بوادر على أن أسواق الصرف كانت تستجيب لذلك الهدف المتعلق بالفائض المالى ، بل إنها لم تتصرف على نحو غير ملائم حينما قام الصندوق بتخفيف هذه الأهداف المالية فى أوائل عام ١٩٩٨ (١٠١) .

أما السياسة النقدية فقد كانت أكثر تمسكا بالمنهج التقليدى من السياسة المالية . فقد استخدم الصندوق أسعار الفائدة كأداة وكهدف فى نفس الوقت . فإذا كان كثير من الاقتصاديين يتفقون على أن رفع أسعار الفائدة يمكن أن يساهم في دعم واستقرار قيمة العملة ، إلا أن هذه المسألة تصبح محل جدل ، بل وتحيط بها الشكوك ، فى حالة الذعر المالى للدائنين . فقد لاحظ « كندلبرجر» C.Kindleberger فى دراسته لتاريخ الأزمات المالية ، أنه فى حالات الذعر المالى التى تسبق الأزمة ، يمكن أن تؤدى الزيادة فى أسعار الفائدة إلي مزيد من التدهور فى قيمة العملة لا إلي تثبيتها « فالسياسة النقدية المقيدة فى مركز مالى ما يمكن أن تؤدى إما إلي جذب النقود أو إلي طردها ، حيث يتوقف الأمر على توقعات الأفراد بشأن ما تولده الزيادة فى أسعار الفائدة . ففى ظل توقعات غير مرنة ، حيث لاخوف من الأزمة أو من انخفاض قيمة العملة ، فإن الزيادة فى سعر الخصم تجذب الأموال من الخارج وتساعد من ثم فى توفير النقود اللازمة

لضمان السيولة . ولكن مع توقعات مرنة ، حيث توقع انخفاض الأسعار والإفلاس أو انخفاض قيمة العملة ، فإن رفع سعر الخصم قد يدفع الأجانب إلى تحويل أموالهم إلي خارج الدولة بدلاً من إدخالها إليها » (١٠٢) .

وتضيف تجربة العملات الآسيوية في النصف الثاني من عام ١٩٩٧ تأييداً عمليا مباشراً لهذه الفرضية . ففي أندونسيا ، لاحظ صندوق النقد الدولي استمرار انخفاض قيمة الروبية علي الرغم من السياسات النقدية والمالية المقيدة المطبقة فيها . وخلص الصندوق من ذلك إلي « أن الفكرة المتمثلة في أن أسعار الفائدة المرتفعة يمكن أن توقف الذعر المالي قد تم اختبارها وثبت عدم صحتها »(١٠٣) . وقد أكد الخطاب الثاني لنوايا الحكومة الأندونسية بعد اتفاقيتها الأولى مع الصندوق في الأول من نوفمبر ١٩٩٧ أنه على الرغم من ارتفاع أسعار الفائدة على القروض فيما بين البنوك إلي أكثر من ٣٠ ٪ في ديسمبر ١٩٩٧ ، ظلت مشكلات الروبية في تزايد مستمر .

٥ - إن التسهيلات الائتمانية أو القروض التي أعلن صندوق النقد الدولي عن توفيرها لبلدان الأزمة الآسيوية لم تلعب دوراً يذكر كتسهيلات مقرض الملاذ الأخير . فإذا كانت اتفاقيات المساندة التي أبرمها الصندوق مع هذه البلدان قد تضمنت قيام الصندوق بتدبير تسهيلات ائتمانية ضخمة لهذه البلدان إلا أن القروض التي أتيحت لها بالفعل كانت أقل بكثير مما تضمنته الاتفاقيات ، وهو ما حال دون إعادة الطمأنينة إلى نفوس الدائنين . ففي ظل برامج الصندوق مع هذه البلدان لم يكن واضحا حجم الأموال المتاحة للاستخدام الفعلي لكل بلد . فعلي الرغم من تعهد الصندوق بتوفير مبالغ ضخمة من القروض لهذه البلدان من مصادر متعددة، إلا أن شروط استخدامها لم تكن واضحة ولا محددة بسبب خضوعها لتقديرات خبراء الصندوق ومدى تقييمهم للمواقف وللمفاوضات مع الجهات المانحة . ففي نهاية ديسمبر ١٩٩٧ ، لم تحصل تايلاند بالفعل إلا على ٧,٣ مليار دولار من جملة ١٧,٢ مليار دولار كان قد أعلن الصندوق عن توفيرها لها ، كما حصلت كوريا فقط على ١٣,٢ مليار دولار من جملة ٥٧ مليار دولار . وحتي نهاية

مارس ١٩٩٨، لم تحصل أندونسيا بالفعل إلا على ٣ مليار دولار من جملة ٤٠ مليار دولار وعد الصندوق بتوفيرها لها . فالأموال التى حصلت عليها كل بلد بالفعل كانت أقل بكثير مما وعدت بالحصول عليه ، وكانت في نفس الوقت أقل بكثير مما يكفى لسداد المستحق من ديونها قصيرة الأجل . أما فيما يتعلق بتسهيلات مقرض الملاذ الأخير ، فإن المقرض يمنح المقترض كل الأموال المتضمنة فى اتفاقية القرض بما يمكنه من خدمة ديونه قصيرة الأجل (١٠٤) .

٦ - يؤخذ على برامج الصندوق فى بلدان الأزمة الآسيوية أنها كانت تغطى نطاق واسع من السياسات التى تتجاوز معالجة الأزمة المالية . فقد تضمنت أموراً تتعلق بسياسات التحرير الاقتصادى ، مقاومة الاحتكار، الخصخصة ... الخ . هذه السياسات قد تمارس تأثيرات إيجابية لدعم القطاع المالى ، إلا أنها قد تصرف الإنتباه عن الأزمة المالية ، وتبدد وقت وجهود الحكومة والمختصين فى مسائل بعيدة عن جوهر المشكلة الأساسية المتمثلة فى الأزمة المالية وكيفية معالجتها (١٠٥).

٧ - يؤخذ على برامج الصندوق مع هذه البلدان كذلك أنها كانت تتسم فى جولتها الأولى بالسرية والكتمان ولم يعرف الجمهور عنها شيئا رغم أن الهدف الأساسى لها هو استعادة ثقة الجمهور فى السوق فى الأجل القصير . ولهذا كان ينبغى إعلام الجمهور بتفاصيل هذه البرامج وأهدافها ، وهو ما استدركته الجولة الثانية من البرامج .

**٥ - ٤ - الدروس المستفادة من الأزمة :**

إن الأزمات المالية ليست ظاهرة جديدة فى الاقتصاد الدولى . فقد اندلع الكثير منها فى الماضى البعيد والقريب ، وسوف تستمر فى المستقبل . فمع تزايد عولة الأسواق المالية ، سوف تزداد مخاطر اندلاع هذه الأزمات وانتقال عدواها إلى مختلف الأسواق . وما من شك فى أن الترتيبات الحالية لاندماج الأسواق الناشئة فى النظام المالى العالمى تتميز بالنقص الواضح . فقد ترتب على تحرير أسواق رأس المال فى كثير من بلدان

أمريكا الجنوبية وأوربا الشرقية وآسيا اندلاع أزمات اقتصادية حادة . وبات من الواضح أن استجابة صندوق النقد الدولى لهذه الأزمات وإدارته لها لاتحول دون حدوث اضطرابات اقتصادية عميقة فى هذه الأسواق الناشئة . ولهذا يتعين على واضعى السياسات داخل كل دولة الاستعداد لمواجهة الأزمات والاستفادة من التجارب السابقة سواء فى مجال تجنب الأزمات أو فى كيفية إدارتها . ومن الدروس التى يمكن أخذها في الاعتبار مايلى (١٠٦) :

١ - إن النظام المالى يشكل جزءاً أساسيا فى كل اقتصاد حديث . ومن الخطأ وضع حدود فاصلة بين الاقتصاد الحقيقى والاقتصاد النقدى ، كما يفعل بعض الاقتصاديين بطريقة روتينية . ذلك أن هذا التقسيم الثنائي الذى يستخدم فى الغالب لأغراض تدريسية بحته يجعل الكثير من الاقتصاديين يركزون الانتباه فقط على المتغيرات الحقيقية ويهملون النظام المالى . ولهذا فإن التركيز على القواعد الأساسية فى اقتصاد ما ينبغى أن يغطى قطاعه المالى .

٢ - أظهرت الأزمة الآسيوية أن النظم المالية الحديثة تتميز بعدم الاستقرار الحقيقى. ففى عملياتها المحلية العادية ، تقوم البنوك بتحويل هياكل الاستحقاق ، حيث تقترض لأجال قصيرة وتقرض لآجال طويلة . ومع عولمة أسواق رأس المال ، تقوم البنوك كذلك بدور متزايد فى مجال تحويل العملات . ولاشك فى أن هذه التحويلات بنوعيها تتضمن مخاطر جوهرية . وعلى الرغم من أن البنوك تحاول تقليل هذه المخاطر عن طريق تنويع أنشطتها ، إلا أن بعض هذه المخاطر يمكن أن ينتشر من خلال استخدامها لمواردها المالية . وإزاء هذه المخاطر التى تهدد الأسواق المالية ، طورت البلدان المتقدمة هيكلاً محكما من العناصر المؤسسية اللازمة لدعم نظمها المالية مثل التأمين على الودائع ، المراجعة المستقلة للحسابات، الإشراف الدقيق ، مقرض الملاذ والأخير.. الخ . ولاشك فى أن تطوير مثل هذا الهيكل يتطلب كثيراً من الوقت والتدريب والخبرة ، ولذلك لاتزال مثل هذه الهياكل تمر بمرحلتها الجنينية فى كثير من البلدان المتخلفة .

٣ - إن الأسواق المالية الدولية تتميز بعدم الاستقرار ، على الأقل بالنسبة للبلدان التى تعتمد بشدة على القروض الأجنبية قصيرة الأجل . ومن ثم فإن الاندفاع السريع نحو فتح أسواق رأس المال فى البلدان المتخلفة يبدو تصرفا يفتقر إلي الرشادة الاقتصادية ، خصوصا مع عدم وجود دلائل عملية قوية على أن النمو الاقتصادى لهذه البلدان يعتمد على مدى قدرتها على النفاذ الحر إلى أسواق رأس المال الدولية . فالتمويل قصير الأجل الذى تتيحه هذه الأسواق يمكن أن يكون مفيداً فقط فى تمويل الأنشطة التجارية وليس فى تمويل الاستثمارات طويلة الأجل . ولهذا ينبغى على واضعى السياسات الاقتصادية لدى هذه البلدان دعم وتشجيع تدفقات رأس المال طويلة الأجل ، وبصفة خاصة الاستثمارات الأجنبية المباشرة ، وقصر استخدام تدفقات رأس المال الدولى قصير الأجل على تمويل المعاملات التجارية قصيرة الأجل .

٤ - ليس هناك من يقوم بدور مقرض الملاذ الأخير على المستوى الدولى . ولذلك يجب على البلدان المتخلفة أن تطور استراتيجية للدفاع عن نفسها ضد مخاطر الأزمات المالية ولعل أفضل سياسة لتحقيق هذه الاستراتيجية هى ماتبنته شيلى في هذا المجال والتى تقوم على تقييد الخصوم قصيرة الأجل بدلاً من فتح وتحرير أسواق رأس المال وفقا لنصائح صندوق النقد الدولى .

٥ - تمتلك البلدان الصناعية المتقدمة شبكة مالية خاصة بها ، تقوم بتقديم الدعم والمساندة المالية لهذه البلدان عند الضرورة ، وأن هذه البلدان ليست مهتمة على الإطلاق بتزويد البلدان المتخلفة بموارد مالية إضافية لدعمها عند تعرضها لأزمات مالية .

٦ - أعطت البلدان الصناعية المتقدمة والمؤسسات الدولية أولوية مرتفعة لقابلية رأس المال للتحويل Capital Convertibility بالنسبة لكثير من البلدان المتخلفة ، على الرغم من أن عملية إصلاح الأسواق المالية يكتنفها صعوبات جسيمة ، وأن إدخال قابلية حساب رأس المال للتحويل فى المراحل الأولى لهذه العملية غالبا ما

يؤدى إلي حدوث أزمات مالية . ولهذا يجب التأكيد على أهمية وضرورة التدرج في القيام بالإصلاحات المالية وتأجيل قابلية رأس المال لتحويل إلي المرحلة الأخيرة حينما يصبح النظام المالى المحلى قاراً على العمل بكفاءة . وتؤكد التجارب العملية على أن البلدان التى سارت تدريجيا وبخطى بطيئة في فتح أسواقها المالية كانت أقل عرضة للمشاكل . ولعل أبرز الأمثلة على ذلك تايوان التى لم تسمح حتي الآن بالتحويل الحر لرأس المال ، ومن ثم لم تتعرض للأزمات .

٧ - إن حيازة احتياطيات ضخمة من النقد الأجنبى ليس خياراً جذاباً ؛ إذ أنه يثير التساؤل حول جدوى فتح أسواق رأس المال في هذه الحالة . فما هى منافع تدفقات رأس المال الداخلة إلي الدولة إذا كانت الحكومة تقوم بتوظيف جانب كبير من هذه الاحتياطيات فى شراء سندات الخزانة الأمريكية بفائدة لاتتجاوز ٣ ٪ في الوقت الذى تزيد فيه معدلات العائد على الاستثمار داخل الدولة عن ١٠ ٪ ؛

٨ - تضيف الأزمة الآسيوية المزيد من الأدلة العملية المؤيدة لعدم جدوى الاستمرار فى تبنى نظام أسعار الصرف الثابتة . فالحكومات ينبغى ألا تعد بشىء لاتستطيع الوفاء به ، أو أن محاولة الوفاء به قد تؤدى إلي عدم الاستقرار .

٩ - من أهم الدروس المستفادة لتجنب الأزمات المالية أو للحد من نتائجها ضرورة تحسين قواعد ونظم الرقابة والإشراف على المؤسسات المالية والنظام المصرفى بكاملة فى الأسواق الناشئة ، وتحقيق درجة أعلى من الشفافية . وهناك ، بصفة عامة ، ثلاث وجهات نظر فى هذا الموضوع :

أ - وجهة نظر الخزانة الأمريكية القائمة على مبدأ « إذهب مع التدفق » Go with the flow . وتعتمد وجهة النظر هذه على تحرير حساب رأس المال Capital account liberalisation ، بحيث يسمح لرأس المال بالبحث عن أعلى إنتاجية ممكنة للاستثمار . وفى هذا الصدد يجب التمييز بين التدفقات الرأسمالية الباحثة عن فرص الاستثمار الحقيقية والمنتجة ، والتدفقات الباحثة عن الضمانات والمزايا الحكومية . ومن ثم فإن فتح أو تحرير حساب رأس المال يجب أن يكون متزامنا

مع تطوير نظام مالى قوي يسمح فقط بالنوع الأول من التدفقات الرأسمالية .

ب - الإصلاح الشامل لنظام النقد الدولى والمعروف بأفضل البدائل المتاحة The first best approach . ويرى هذا المنهج أن فتح وتحرير حسابات رأس المال ومن ثم عولمة أسواق رأس المال يقتضى عولمة نظم الرقابة المستخدمة من جانب مختلف البلدان مثل التأمين على الودائع ، مقرض الملاذ الأخير ... الخ . ونظراً لاعتقاد كثير من الاقتصاديين فى عدم قدرة صندوق النقد الدولى على القيام بتحمل مسئولية إصلاح نظام النقد الدولي على هذا النحو المشار إليه ، فإن هذا المنهج يواجه صعوبات عملية تحول دون تنفيذه .

جـ - الإصلاح الجزئى لنظام النقد الدولى والمعروف بثانى أفضل البدائل المتاحة the second best approach . ويرى هذا المنهج أن الإندفاع السريع نحو فتح أسواق رأس المال وتحريرها فى البلدان المتخلفة يُعد تصرفاخاطئا ، وأنه ينبغى على واضعى السياسات داخل هذه البلدان أن يعملوا على مراقبة تدفقات رأس المال إليها بحيث يسمح بتدفقات رأس المال طويلة الأجل فى صورة استثمارات مباشرة واستثمارات مالية ، مقابل فرض قيود تحد من تدفقات رأس المال قصيرة الأجل .

١٠ - تثير الأزمات المالية كثيرا من التساؤلات حول دور مقرض الملاذ الأخير The Lender of last resort ، إذ أن مقرض الملاذ الأخير يستطيع إيقاف عملية الاندفاع نحو تحويل الأصول الحقيقية والمالية غير السائلة إلى نقود عن طريق توفير المزيد من عرض النقود. ويطرح هذا الدور لمقرض الملاذ الأخير عدداً من التساؤلات التى تتعلق بالقضايا التالية :

- حجم الزيادة فى عرض النقود التى يتعين عليه توفيرها .

- من ذا الذى يحصل على هذه النقود ؟

- بأية شروط يجرى توفير هذه النقود ؟

- الوقت المناسب لتدخله من أجل زيادة عرض النقود .

وتمثل هذه القضايا معضلة أو مأزق كبير بالنسبة لمقرض الملاذ الأخير ، حيث أنها مستمدة من معضلة أساسية أكبر تتمثل فى أن الوحدات الاقتصادية المكونة للسوق إذا ما علمت بأنه سوف يتم دعمها من جانب مقرض الملاذ الأخير ، فإنها يمكن أن تتصرف بطريقة غير مسئولة تحول دون الأداء الفعال للأسواق النقدية والمالية . فالدور الذى يمكن أن يؤديه مقرض الملاذ الأخير ، والذى يمكن وصفه بأنه من قبيل السلعة العامة ، يمكن أن يضعف المسئولية الخاصة لهذه الوحدات المكونة للسوق .

وغالبا مايقوم البنك المركزى بدورمقرض الملاذ الأخير داخل الاقتصادات الوطنية ، أما فيما يتعلق بأهم القضايا التى يثيرها تدخله فيمكن مناقشتها على النحو التالى :

* إلى من وعلى أى أساس ؟ To whon on what ?

يرى البعض أن القروض أو غيرها من التسهيلات الأئتمانية الأخرى التى يمكن أن يمنحها مقرض الملاذ الأخير يجب أن تحصل عليها كل الوحدات الاقتصادية المشاركة فى السوق متى كانت قادرة على الوفاء بديونها ، وعلى أساس مدى ماتقدمه من ضمانات سليمة ومستقرة . ولكن المأزق هنا يتمثل فى أن مدى قوة وسلامة هذه الضمانات يعتمد على ما إذا كانت الأزمة سوف تنتهى سريعا أم أنها سوف تستمر لفترة أطول ، ذلك أن استمرار الأزمة يعنى مزيداً من تدهور قيمة هذه الضمانات . وفى هذه الحالة يصبح من الضرورى الاعتماد على شخصية المقترض ومدى مايتمتع به من سمعة طيبة ، وإن كان ذلك يمكن أن يؤدى إلى اتجاه القروض والتسهيلات الإئتمانية إلى الوحدات التى ليست فى حاجة إليها .

* متى وبأى مقدار ؟ When and how much ?

متى يجب أن يتدخل مقرض الملاذ الأخير ؟ وماهى كمية النقود التى يتعين عليه توفيرها ؟ ما من شك فى أن تقديم القليل جداً من النقود وفى وقت متأخر جداً To little and Too late تعتبر أسوأ صيغة لتدخل مقرض الملاذ الأخير كما أن تقديم « الكثير

جدا من النقود وفى وقت مبكر جداً Too Much and Too early لن يؤدى إلى تحسن الأوضاع والخروج من الأزمة . إن الصيغة المثلى لتدخل مقرض الملاذ الأخير تتمثل فى توفير « القدر الكافى من النقود فى الوقت المناسب Enough at the right moment ولكن المشكلة تكمن فى تحديد ذلك القدر الكافى من النقود وفى تحديد ذلك الوقت المناسب للتدخل .

يرى البعض أن القاعدة التى يتعين على مقرض الملاذ الأخير اتباعها فى هذا الشأن تتمثل فى اقتصاره فقط على توفير أو تقديم التسهيلات الأئتمانية للمقترضين القادرين على الوفاء بديونهم والمالكين لضمانات كافية Solvent borrowers with good Collateral والذين تعرضوا لظروف استثنائية لايمكن تجنبها ، وبالقدر اللازم فقط للوفاء بالتزاماتهم . ويمكن لمقرض الملاذ الأخير القيام بذلك عن طريق آلية إعادة الخصم أو حتى من خلال آلية عمليات السوق المفتوحة .

أما اختيار الوقت المناسب للتدخل فيمثل مشكلة خاصة. فمع تصاعد حدة حالة الانتعاش الاقتصادى التى تسبق الأزمة ، يجب العمل على تهدئتها أو تخفيف حدتها. وبعد وقوع الانهيار المالى ، يجب عدم التدخل مباشرة وإنما يتعين الإنتظار فترة من الزمن تكفى لتصفية المشروعات غير القادرة على الوفاء بالتزاماتها . ولكن يجب ألا تطول فترة الانتظار أطول من اللازم حتى لاتؤثر الأزمة على المشروعات الأخرى القادرة على تسديد ديونها والتى تحتاج فقط إلى بعض السيولة ، وهو مايسميه البعض « تأخير موت السباحين الأقوياء » Delaying the death of the strong swimmer.

إن وجود مقرض الملاذ الأخير وتدخله على نحو كفء يؤدى إلى قصر فترة الكساد الإقتصادى التى تعقبت الأمة المالية ، أما فى حالة غياب هذا الدور ، فإن فترة الكساد هذه يمكن أن تستمر فترة طويلة من الزمن .

كانت هذه هى أهم الدروس المستفادة من الأزمات المالية بصفة عامة ، والتى يمكن لمختلف البلدان ، وبصفة خاصة البلدان المتخلفة ، أن تأخذ منها وما يتفق وظروفها من أجل تجنب الأزمات أو الإستفادة منها فى إدارة الأزمة فى حالة تعرضها لها .

- ٦ -

## الخلاصة

إن الأزمات المالية ليست حدثا عارضا أو ناتجا عن أخطاء فى السياسات الإقتصادية بقدر ماهى جزء لايتجزأ من الأداء العادى أو الطبيعى للإقتصادات الرأسمالية . فالتغيرات المتراكمة التى تحدث فى الهياكل الاقتصادية والمالية داخل هذه الاقتصادات عبر فترة طويلة نسبيا من الزمن ، والتى تنتج عن الأنشطة الساعية لتعظيم الأرباح تتمخض فى النهاية عن حدوث هذه الأزمات . فالهياكل المالية القوية التى تتميز بها بعض فترات التوسع الاقتصادى والتى يصعب فى ظلها اندلاع الأزمات المالية ، تتحول بمرور الوقت إلى هياكل مالية هشة تسمح بانفجار هذه الأزمات .

ومن بين أهم نذر الأزمات المالية التوسع الشديد فى عمليات الاقتراض التى تغذيها معدلات تضخم مرتفعة ، والرغبة الجامحة للمشروعات فى العمل على تزايد قوتها ونفوذها إلى أقصى درجة ممكنة ، واندفاع المؤسسات المالية نحو التوسع الشديد فى منح الأئتمان . فالسياسات النقدية والمالية التوسعية تعد بيئة ملائمة لاندلاع الأزمات المالية ، ففى ظل هذه البيئة ، تتصاعد حدة المخاطر الناتجة عن لجوء المشروعات إلى زيادة نسبة التمويل الخارجى فى هياكلها التمويلية ، وزيادة نسبة الدين إلى رأس المال زيادة كبيرة ، وزيادة نسبة الديون قصيرة الأجل فى هيكل الدين ، وانخفاض نسبة الأصول السائلة . باختصار ، يؤدى استمرار التوسع الاقتصادى لفترة طويلة نسبيا من الزمن إلى تزايد الاتجاه نحو التمويل المضاربى على حساب التمويل الآمن وإلى حلول هياكل مالية هشة محل هياكل مالية قوية وإلى خلق بيئة معرضة للأزمات .

هذا التطور الدورى فى أوضاع ميزانيات الوحدات الاقتصادية المختلفة يعكس نمط ودرجة الضغوط المالية التى تتعرض لها هذه الوحدات والتى تنتج عن تفاعل مجموعة من العوامل الداخلية والخارجية ، فمن النادر أن تنتج الأزمة عن عامل واحد أو عاملين من العوامل المنعزلة أو المنفصلة عن بعضها . وأزمة بلدان جنوب شرق آسيا ليست استثناء من ذلك ، فهى ترجع إلى مجموعة من العوامل التى أسهمت فى اندلاعها . فمن ناحية

أولى ، تعرضت هذه البلدان لعدد من الصدمات الاقتصادية الدولية خلال السنوات الثلاث التى سبقت اندلاع الأزمة فى منتصف عام ١٩٩٧، ومن هذه الصدمات دخول هذه البلدان فى منافسة شديدة مع بعض الاقتصادات الأخرى مثل الصين والمكسيك ، وارتفاع قيمة الدولار الأمريكى الذى ترتبط به أسعار صرف عملاتها المحلية. ورغم التأثير المتواضع لهذه الصدمات على الأداء الاقتصادى لبلدان الأزمة الآسيوية ، إلا أنها قد تفاعلت ، من ناحية ثانية مع تزايد درجة ضعف النظم المالية لهذه البلدان فى اندلاع الأزمة . فهذه البلدان كانت قد تبنت بالفعل قبيل اندلاع الأزمة حزمة من السياسات الرامية إلى تحرير قطاعاتها المالية مما أدى إلى هشاشة نظمها . وهى هشاشة باتت تعكسها بعض المؤشرات مثل نمو حجم الدين الأجنبى قصير الأجل ، والتوسع الشديد والسريع فى منح الإئتمانات المصرفية ، وعدم كفاية أنظمة الرقابة والإشراف على المؤسسات المالية ، وتدهور بيئة الإستثمار والأعمال بصفة عامة . ومن ناحية ثالثة ، ساهمت هشاشة النظم المالية بكل مظاهرها هذه فى تزايد حركة تدفقات رأس المال الخارجة من هذه البلدان ، وحينما بدأ رأس المال الأجنبى فى الإنسحاب ، ارتكبت حكومات هذه البلدان بالتعاون مع صندوق النقد الدولى بعض الأخطاء التى ساهمت فى التعجيل باندلاع وانتشار حالة من الذعر المالى بين الدائنين . فقد حاول الصندوق دعم ومساندة هذه البلدان دونما اعتبار للمشكلات المتعلقة بعدم استقرار الأسواق المالية الدولية ، حيث أدت توقعات الدائنين الأجانب إلى خلق نوع من الأداء الذاتى لحالة الذعر المالى ، فكانت الأزمة أكثر عمقا مما تفرضه تداعيات الأحداث وحتميتها .

## هوامش البحث

1 - Kindleberger , C.P. (1978) " Manias , Pancis and Crashes : a history of financial crises " Macmillan , London , p. 6 .

- ولمزيد من التفصيل حول عجز السوق عن القيام بوظائفه وضرورة تدخل الدولة لإعادة تنظيم وترتيب آلياته في إطار من الجمع والتوفيق بين التخطيط وقوى السوق ، راجع :

مصطفى رشدى « الاقتصاد العام للرفاهية » الدار الجامعية ، بيروت ١٩٩٣ ، ص ٣٣٠ - ٣٤٨ .

٢ - يعتقد « فريدمان » M. friedman أن الأسواق تتميز بالرشادة بصفة دائمة لدرجة تجعل من المستحيل وجود مضاربات غير رشيدة تفقد السوق استقراره . أما «هاري جونسون » . H.Johnson فيرى أن التاريخ الاقتصادى يقدم لنا الدليل على خطأ اعتقاد « فريدمان » حيث شهدت كثير من الفترات سلوكا غير رشيد للأسواق ، تضمنت مضاربات أفقدت الأسواق استقرارها . راجع :

Kindleberger , C.P. (1978) , op. cit., pp. 25 - 27 .

٣ - يمكن توضيح ذلك عن طريق تقديم بعض التعبيرات المختارة من الأدب الاقتصادى التى يمكن أن تفيد في إبراز مثل هذه المناسبات . من هذه التعبيرات: الهوس المالى Manias ، المضاربة المجنونة على الأرض Inasane land speculation ، الولع الأعمى Blind passion ، العربدة المالية financial orgies ، السعار Frenzies ، المضاربة المحمومة Feverish speculation ، الرغبة الوبائية فى الثراء السريع Epidemic desire to be rich quick، التفكير الرغبى Wishful thinking ( الاعتقاد في صحة شيء لمجرد الرغبة فيه )، المستثمرون السكاري Intoxicated investors، أناس لايسمعون ولايرون People without ears to hear or eyes to see، .... الخ راجع :

Kindleberger , C.P. (1978) , op. cit., p. 28 .

٤ - يمكن أن نلاحظ عناصر هذه الحالة النفسية فى كثير من النماذج الاقتصادية مثل الأثر المعروف باسم

Demonstration effect الذى يجعل مستويات الاستهلاك فى البلدان المتخلفة تفوق كثيراً قدرتها على الإنتاج مع رفضها تخفيض الاستهلاك بنفس النسبة التى زاد بها عندما كان دخلها مرتفعا . وفي مجال السياسة هناك الأثر المعروف باسم Bandwagon effect حيث ينحاز الناس إلي الحزب أو المرشح الذى تشير الدلائل إلى أنه هو صاحب الحظ الأوفر فى الفوز ، وهو ماينطبق عليه المثل القائل « تهرب الفئران من السفينة الغارقة» Rates deserting the sinking ship . وقد تم تناول هذا الموضوع بتفصيل كبير من جانب المؤرخ الفرنسي «جوستاف ليبون» G. Lebon في كتابة « الجماهير » The Crowd ، وطبق أفكاره فى المجال الاقتصادى على المضاربات المجنونة لشركة بحر الجنوب الكاتب «شارلز مكاى » C. Mckay في كتابه « مذكرات عن الأوهام الاستثنائية وجنون الجماهير » Memoirs of extraordinary dolusions and the madness of crouds راجع :

Kindleberger , C.P. (1978) , op. cit., pp. 28 - 29 .

5 - Kindleberger , C.P. (1978) , op. cit., pp. 31 - 32 .

٦ - من الأمثلة المشهورة على الاستجابات العنكبوتية ما نراه في سوق العمل حينما يزداد طلب السوق على وظائف معينة في وقت ما ، فيستجيب لذلك كثير من طالبي العمل بتأهيل أنفسهم علميا أو فنيا للالتحاق بهذه الوظائف . ولكن حينما يأتون لعرض قوة عملهم في السوق بعد فترة زمنية ، يفاجأون بندرة الوظائف التى يسعون للالتحاق بها بدلاً من وفرتها . وهكذا يؤدى وجود فاصل زمني واسع بين الطلب والعرض إلي ابتعاد التوقعات عن الرشادة . وتتكرر هذه الاستجابات العنكبوتية بوضوح في مجال إنتاج المحاصيل الزراعية بصفة خاصة . ويذخر تاريخ الأزمات المالية وما تتضمنه من حالات الهوس والذعر المالى بالعديد من الأمثلة على مثل هذه الاستجابات . راجع :

Kindleberger , C.P. (1978) , op. cit., pp. 34 -37 .

٧ - على الرغم من انتماء « منسكى » إلى المنظرين النقديين أكثر من انتمائه إلى منظرى التاريخ الاقتصادى ، إلا أن نموذجه هذا أكثر اتفاقا مع التفسيرات القائمة على التاريخ الاقتصادى والمالى للأزمات . ففى تأكيده على عدم استقرار النظام الائتماني ، يمكن رد أصل نموذج « منسكي » إلى النموذج الذى وضع أسسه من قبل الاقتصاديون التقليديون بما فيهم جون ستيورات مل J.S.Mill

، وألفريد مارشال A. Marshall، وفيكسل K. Wicksell ، وإرفنج فيشر I. Fisher . ولمزيد من التفصيل حول نموذج «منسكى » راجع :

- Minsky , H.P. (1972) " Financial instability revisited : the economics of disaster " Reappraisal of the Fedral Reserve Discount Mechanism , Vol. 3, June , pp. 97 - 136 .

- ———— (1975) " Financial instability , the current dilemma, and the structure of banking and finance " Compendium of Major Issues in Bank Regulation , Committee on Banking , Housing and Urban Affairs , 94th Congresss 1st session , United State Senate , August , pp. 311 - 353 .

- ——— (1975) " Financial resources in a fragile financial environment " Challenge , July - August , pp. 6-13 .

8 - Kindleberger , C.P. (1978) , op. cit., p. 17 .

9 - Kindleberger , C.P ( 1978) , op.cit., pp. 21 - 24.

١٠ - يقول « هانسن » A. hansen « إن النظريات القائمة على عدم يقين الأسواق ، والمضاربة على السلع ، والإفراط التجارى ، والتوسع الائتماني الشديد ، والحالة النفسية للتجار ، تعد أكثر ملاءمة لمرحلة الرأسمالية التجارية . ولكن مع أفول القرن التاسع عشر ، أصبحت الصناعة هى المصدر الرئيسى لرؤوس الأموال الساعية لتحقيق الأرباح من خلال الادخار والاستثمار » راجع :

Kindleberger , C.P. (1978) , op.cit., p. 22 .

11 - International Monetary Fund (1998) " World economic outlook " IMF , Washington , May , pp. 74 - 75 .

12 - Miller , M. and P. Luangaram (1998) " Financial crisis in East Asia : bank runs , asset bubbles and antidotes " National Institute Economic

Review , No. 165 , July , pp. 72- 74 .

13 - Blanchard , O. (1979) " Speculative bubbles , crashes and rational expectations " Economic Letters , pp. 387 - 389 .

١٤ – ارتبطت الأزمات المصرفية التى حدثت في شمال أوربا في أواخر الثمانينات وبداية التسعينات كذلك بدورة انتعاش – انكماش الممتلكات العقارية . راجع:

- Dress , B. and C. Pazarbasioglu (1998) " The nordic banking crises : pitfalls in financial liberalization " IMF Occasional Paper , no. 161 , April.

15 - Krugman , P. (1987) " Trigger strategies and price dynamics in equity and foreign exchange markets " NBER Working Poper , no. 2459 .

- Grossman , S. (1987) " An analysis of implications for stock and futures policy volatility of program trading and dynamic hedging stradegies " NBER Working Paper , no. 2357 .

16 - International Monetary Fund ( 1998) , op. cit., 75 .

17 - Kaminsky , G, S.Lizondo and C.Reinhart (1998) " Leading indicators of currency crises " IMF Staff Papers , Vol. 45 , No.1 ( March) pp. 1 - 48 .

18 - International Monetory Fund ( 1998) , op. cit., pp. 76 - 78 .

19 - International Monetary Fund ( 1998) , op.cit., pp. 88 - 89 .

ولمزيد من التفصيل حول نظم الإنذار المبكر للأزمات ، راجع :

- Korobow , L. D.P. Stuhr and D. Martin (1977) : A probabilistic approach

to early warning of changes in bank financial condition " in Altman E. and A. sametz (eds.) " Financial crises : institutions and markets in a fragile environment " John Wiley & Sons , New York , pp. 9 - 23 .

- Sinkey , J.F. (1977) " Problem and Failed banks , bank examinations , and early warning systems : a summary " in Altman E. and Sametz (eds.) op.cit., pp. 24 - 47 .

- Mullin , R.A. (1977) " The national bank surveillance system " in Altman E. and A. Sametz (eds.) op.cit., pp. 48 - 55 .

20 - International monetary fund ( 1998) , op. cit., pp. 91 - 97 .

أما الدراسة الأخري المتعلقة بالمؤشرات الرئيسية لأزمات العملة فقد خلصت إلى أنه نظراً لأن أزمات العملة عادة ماتكون مسبوقة بكثير من المشكلات الاقتصادية المتنوعة، فإن أى نظام فعال للإنذار المبكر في هذا المجال ينبغي أن يأخذ فى اعتباره تشكيلة واسعة من المؤشرات ، مع إعطاء أهمية خاصة لمؤشرات معينة مثل : سلوك الاحتياطيات الدولية ، أسعار الصرف الحقيقية ، الائتمان المحلى ، الائتمان للقطاع العام ، والتضخم المحلى راجع :

- Kaminsky , G.; S. Lizondo and C. Reinhart (1998) , op.cit., 9 - 11 , 23 - 24.

21 - International Monetary Fund (1998) , op.cit., pp. 79 - 83 .

٢٢ - يرى النقديون أن أزمة الكساد الكبير فى عام ١٩٢٩ كانت نتيجة لأخطاء في السياسة النقدية ارتكبها نظام الاحتياطى الفيدرالى الأمريكي ، وبصفة خاصة قيامه بتخفيض عرض النقود . أما الاتجاهات الكينزية فى تفسيرها للأزمة فتري أن النقود لم تكن هى المسئولة عن الأزمة ، ولكن الأزمة ترجع إلي تغيرات مستقلة حدثت فى مجال الاستهلاك والاستثمار وتمخضت عن نقص فى الطلب الكلى . ويرى اتجاه ثالث أن عدم استقرار النظام الائتماني كان سببا رئيسيا للأزمة وهو سبب أسقطه الجدل النقدى - الكينزى من حسابه في سياق الجدل الذى أثارته الثورة الكينزية والثورة النقدية المضادة .

راجع :

- Kindleberger , C. P. (1978) , op. cit., pp. 70 - 74 .

وعلى ذلك فإن الفكر الكينزى ينظر إلى أزمة أسواق المال الدولية فى عام ١٩٢٩ وفى أكتوبر ١٩٨٧ على أنها ناتجة عن عدم كفاية قوى السوق بمفردها لتصحيح الاختلالات التى يعانى منها النظام الرأسمالى وتحقيق التوظيف الكامل للموارد الاقتصادية . أما الفكر الكلاسيكى في صورته النقدية ( النقديون ) فيرى أن أحداث أزمة ١٩٢٩ وأزمة ١٩٨٧ ليست سوي عملية تصحيحية تكفلت بها قوى السوق لتصحيح أخطاء السياسات النقدية . راجع :

- سامي عفيفى « أسباب ونتائج انهيار الأسواق المالية الدولية في أكتوبر ١٩٨٧ » ، مجلة مصر المعاصرة ، العددان ٤١٧ و ٤١٨ يوليو وأكتوبر ١٩٨٩ ، ص ٥٠ .

٢٣ - راجع فى ذلك :

- Minsky , H. P. (1977) " A theory of systematic fragility " in Altman , E. & A. Samtz (eds.) , op.cit, pp. 138 - 152 .

- ———— (1963) " Financial crisis , financial systems, and the performance of the economy " in" Private capital markets " Commission on Money and Credit Englewood Cliffs , N. J. : Prentice - Hall , pp. 173 - 380 .

- Minsky , H. P.(1964) " Longer waves in financial relation : financial factors in the more severe recessions " American Economic Review , Vol. 54 , May , pp. 324 - 335 .

- ———— (1969) " Private sector asset management and the effectiveness of monetary policy : theory and practice " Journal of Finance , Vol. 24 , May , pp. 223 - 238 .

- Kaufman , H. (1977) " Financial crises : market impact , consequences , and adaptability " in Altman , E. & A. Sametz(eds.) op.cit., pp. 153 - 158.

- Wallich , H.C. (1977) " Framework for financial resiliency " in Altman , E. & A. Sametz (eds.) , op.cit.,, pp. 160 - 172 .

- Noyes , G. E. (1977) " The overall problem of rollover " in Altman , E. & A. Sametz (eds.) , op.cit.,pp. 214 - 215 .

- Wojnilower , A. M. (1977) " L'Envoi " in Altman , E. & A. Sametz (eds.) , op.cit., pp. 234 - 235 .

24 - Minsky , H. P. (1977) , op.cit., pp. 140 - 141 .

25 - ———————— ( 1977) , op. cit., p. 142 .

- Wallich , H. C. (1977) , op.cit., pp. 160 - 161 .

٢٦ - سمى التمويل البونزى بهذا الاسم نسبة إلى « تشارلز بونزى » Charles Ponzi وهو أول رجل مخادع قام باستخدام هذا النموذج Archetypal Swindler . وإذا كان البعض يعرف هذا النمط من أنماط التمويل المضاربى بأنه نوع من النشاط المالى يتحقق عندما تزيد مدفوعات الفائدة التى يجب أن تؤديها الوحدة الاقتصادية عن التدفقات النقدية التى تحصل عليها من أنشطة التشغيل في معظم الأوقات ، فإن البعض الآخر يرى أن قيام الوحدة الاقتصادية بخدمة أعباء ديونها القديمة عن طريق إصدار ديون جديدة يعد شكلاً من أشكال التمويل البونزى . راجع :

- Minsky , H. P. (1977) , op.cit., pp. 143 - 144 .

- Kindleberger , C.P. (1978) , op. cit., p. 79 .

27 - Minsky , J. P. (1977) , op.cit., pp. 146 - 150 .

28 - Wallich , H.C. (1977 ) , op. cit, pp. 160 - 171 .

29 - International Monetary Fund (1998) , op.cit., pp. 83 - 85 .

٣٠ - يرى البعض أن مثل هذه الأزمات الناتجة عن صدمة عامة أو مشتركة ليس لها تأثيرات معدية ، فهى وإن كانت سببا للأزمة فى بعض الاقتصادات ، إلا أنها ليست ناقلة لعدوى الأزمات . راجع :

- Miller , M. & P. Luangaram (1998) , op. cit., p. 78 .

٣١ - تنتقل عدوى الأزمة فى هذه الحالة عن طريق الآلية المعروفة باسم « القوى التنافسية لتخفيض العملة » Competitive Dynamics of Devaluation ، فحينما تقوم دولة تلو الأخرى من دول إقليم معين بتخفيض قيمة عملتها ، فإن الدول الأخرى التى لم تقم بعد بتخفيض قيمة عملتها تتعرض لتدهور قدرتها التنافسية ، وتصبح عملتها أكثر تعرضا لحملات شرسة من الهجوم المضاربي ، الأمر الذى يدفع هذه الدول بدورها إلي تخفيض قيمة عملتها راجع :

- Goldstein , M. (1998) " The Asian financial crisis : causes , cures , and systemic implications " Policy analysis in International Economics , No. 55 , Institute for International Economic , Washington , June , pp. 19 - 20.

٣٢ - كان لهذا السبب تأثيره المعدى الفعال فى أزمة بلدان أمريكا الجنوبية فى عام ١٩٨٢ ، وأزمة بلدان جنوب شرق آسيا فى عام ١٩٩٧ . ففى هذه الأزمة الأخيرة، اندلعت الأزمة أولاً فى تايلاند ، فتنبه الدائنون إلى ضرورة إعادة تقييم الجدارة الائتمانية فى البلدان المجاورة واكتشفوا أن هناك الكثير من أوجه الضعف لدى اقتصادات هذه البلدان : ضعف القطاع المالى ، ضعف نظم الرقابة والإشراف ، تزايد عجز الموازين الخارجية ، تباطؤ معدلات التصدير ، ارتفاع أسعار الصرف الحقيقية .. الخ ، الأمر الذى دفعهم إلى تبنى سياسات معينة أدت إلى انتشار الأزمة في كثير من بلدان الإقليم . راجع :

- Goldstein , M. (1998 ) , op. cit., p. 18 .

33 - Calvo, S. and C. Reinhart (1996) " Capital flows to Latin America : is there evidence of contagion ? " in Calvo , G. ; M. Goldstein and E.

Hochreiter (eds.) " Private capital flows to emerging economies after the Mexican crisis " Institute for International Economics , Washington .

34 - Radelet , S. & J. Sachs ( 1998) " The east Asian financial crisis : diagnosis , remedies , prospects " Brookings Papers on Economics Activity , No. 1 , p. 4 .

35 - Radelet , S. & J. Sachs (1998) , op. cit., p. 5 .

36 - Yamazawa , I. (1998) " The Asian economic crisis and Japan " The Developing Economies , Vol. XXXVI , No. 3 , September , p. 339 .

37 - Radelet , S. & J. Sachs (1998) , op.cit., p.10 .

38 - ―――――――― (1998) , op. cit., p. 11 - 12 .

لمزيد من التفصيل حول أزمة المكسيك ٩٤ – ١٩٩٥ راجع :

- Sachs , J. ; A. Tornell and A. Velasco (1996) " the collapse of the Mexicam Peso : What have we learned ? " Economic Policy , no. 22 , pp. 13 - 56 .

- Edwards , S. (1996) : A tale of two crises : Chile and Mexico " Working Paper 5794 , Cambridge ,Mass : National Bureau of Economic Research ( October ).

39 - Radelet , S. & J. Sachs (1998) , op. cit., pp. 12 - 13 .

40 - Radelet , S. & J. Sachs (1998) , op. cit., pp. 5 - 6 .

41 - Dornbush , R. ; I . goldfajn and R. Valdes (1995) " Currency crises and

collapses " Brookings Ppaers on Economic Activity , no. 2 , pp. 219 - 93 .

٤٢ - لمزيد من التفاصيل حول هذا الاتجاه ، راجع :

- Eichengreen , B. ; A. Rose and C. Wyplosz (1995) " Exchange market mayhem : the antecedents and aftermath of speculative attacks " Economic Policy , No. 21 , pp. 249 - 312 .

- Colvo , G. & Mendoza (1996) " Mexico's balance of payments crisis : a chronicle of a death foretold " Journal of International Economics , Vol. 41 , No. 3 - 4 , pp. 235 - 64 .

- Kaminsky , G. & C. Reinhart (1996) " The twin crises : the causes of banking and balance of payments problems " International finance Discussion Paper , No. 544 , Washington , Board of the Governers of the Fedra Reserve System ( March) .

43 - Radelet , S. & J. Sachs (1998) , op. cit., pp. 7 - 8 .

٤٤ - لمزيد من التفاصيل حول هذا النموذج ، راجع :

- Sachs , J. (1984) " Theoretical issues in international borrowing " Princeton Studies in International Finance , No. 54 .

- Cooper , R. & J. Sachs (1985) " Borrowing abroad : the debtor's perspective " in Smith , G. & J. Guddington (eds.) "International debt and developing countries " World Bank , Washington .

- Diamond , D. & P. Dybvig (1983) " Bank runs , deposit insurance , and liquidity " Journal of Political Economy , Vol.91 , No. 3 , pp. 401 - 19.

45 - Radelet , S. & J. Sachs (1998) , op.cit., p. 10 .

ولمزيد من التفصيل حول سلوك القطيع وأثره على عدم استقرار أسواق رأس المال ، راجع :

- Banerjee , A. (1992) " A simple model of herd behavior " Quarterly Journal of Economics , Vol. 107 , No. 3 , pp. 797 - 817 .

- Mishkin , F. (1991) " Asymmetric information and financial crises : a historical perspective " in Hubbard , R. (ed.) "Financial markets and financial crises " University of Chicago Press .

- Stiglitz , J. & A. Weiss (1981) " Credit rationing in markets with imperfect information " American Economic Review , Vol. 71 , No. 3 , pp. 393 - 410 .

46 - Radelet , S. & J. Sachs (1998) , op. cit., pp. 14- 18 .

٤٧ - لقد استخدمت هذه الآلية أكثر من مرة في الولايات المتحدة في الوقت الحاضر لتجنب مشكلة ذعر الدائنين أو المودعين . فحينما تعرضت سوق الأوراق المالية للانهيار في أكتوبر ١٩٨٧ ، استجاب مجلس الاحتياطي الفيدرالي لهذه المشكلة عن طريق تخفيض أسعار الفائدة وإغراق الأسواق المالية بالسيولة اللازمة لضمان استمرار تشغيلها . وخلال أزمة القروض والمدخرات التي حدثت في منتصف الثمانينات ، حينما بدأت الحكومة في إغلاق أو تصفية المؤسسات العاجزة عن الوفاء بالتزاماتها ، قام مجلس الاحتياطي الفيدرالي بتوفير ائتمانات قدرها ١٠٠ مليار دولار لدعم المؤسسات الباقية في السوق ، وهو ما أدى إلى وقف أي ذعر مالي محتمل للدائنين . وفي عام ١٩٩١ ، حينما كان هناك عدد من البنوك الرئيسية أو الكبرى على حافة التوقف عن الوفاء بالتزاماتها ، بادرت إدارة الرئيس « بوش » Bush بالتعاون مع مجلس الاحتياطي الفيدرالي باتخاذ خطوات هامة للمحافظة على سيولة هذه البنوك إلى أن تمكنت من تجاوز أزمتها .

٤٨ - ذهب البعض إلى أنه خلال أزمة الكساد الكبير التي بدأت في عام ١٩٢٩ ، رفض مجلس الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي القيام بدوره كمقرض الملاذ الأخير بدعوى خوفه من دفع الولايات المتحدة خارج

قاعدة الصرف بالذهب ، إذا قام بإصدار نقدى ضخم . راجع :

- Friedman , M. & A. Schwartz (1963) " A monetary history of the United States , 1867 - 1960 " Princeton University Press .

- Wigmore , B. (1987) " Was the bank holiday of 1933 caused by a run on the dollar " Journal of Economic History ; Vol. 47 , No. 3 , pp. 739 - 55 .

وجدير بالذكر أن الأزمة المالية التى عصفت بالأرجنتين فى عام ١٩٩٥ قد ساهم فيها ضعف قدرة الحكومة على القيام بدور مقرض الملاذ الأخير بسبب ترتيبات مجلس العملة التى كانت تقضى بتثبيت سعر صرف البيزو عند واحد بيزو لكل دولار أمريكي ، ومن ثم لم يكن لدى المجلس سوى إمكانية محدودة للغاية على إصدار ائتمانات جديدة ، بالقدر الذى تسمح به فقط الاحتياطيات الدولارية . راجع :

- Radelet . S. & J. Sachs (1998) , op. cit., p. 17 .

٤٩ - فيما يتعلق بمخاطر تحرير أسواق رأس المال فى الأسواق الناشئة ، راجع :

- McKinnon , R. & H. Pill (1996) " Credible liberalizations and international capital flows : the overborrowing syndrome " in I. Ito & A. Krueger (eds.) " Financial deregulation and integration in East Asia " University of Chicago Press .

- Diaz - Alejandro , G. (1988) " Good - bye financial repression , hello financial crash " in Velasco , A. (ed.) " Trade , development and the world economy : selected essays of Carlos F. Diaz - Alejandro " Oxford : Basil Blackwell .

50 - Miller , M. & P. Luangaram (1998) , op. cit., p. 66 .

51 - Radelet , S. & J. Sachs (1998) , op. cit ., p. 18 .

ولمزيد من التفصيل حول مؤشرات نجاح تجارب النمو فى اقتصادات جنوب شرق آسيا ، راجع :

Asia and their - Barrell , R . and N . Pain ( 1988) " Developments in East , implication for the UK and Europe " National Institute Economic review P.65. No , 163, January,

- Yamazawa , I (1998) , op.cit , PP.335 -336 .

٥٢ - « التقرير الاستراتيجي العربى ١٩٩٧ » مركز الدراسات السياسية والاستراتيجية، الأهرام ، القاهرة ، ص ٩٧ - ٩٨ .

٥٣ - لمزيد من التفصيل حول النموذج الآسيوى فى التنمية ، راجع :

- Amsden , A . (1989) "Asia's next giant : South Korea and late industrialization " Oxford University Press .

- Wade , R . (1990) A Governing the markets : economic theory and the role of government in East Asia industrialization " Princeton University Press.

- Perkins , D. ( 1994) " There are at least three models of East Asian development " World Development , Vol . 22 No.4, PP.655 - 61 .

- Hill , H ( 1996) " Indonesia 's industrial policy and performance: Orthodoxy Vindicated " Economic Development and Cultural Change , Vol. 45 , No.1 , PP. 147 - 74 .

- Asian Development Bank ( 1997) " Emerging Asia : Charges and Challenges " Manila .

- Radelet,s ; J. Sachs and J. Lee (1997) " Economic growth in Asia " Development Discussion Paper 609 , Cambridge , Mass : Harvard Institute for International Development( November).

- Radelet, S. and J. Sachs (1997) " Asia's reemergence" Foregine Affaire , Vol. 76 , No.6,pp.44-59 .

54 - Radelet , S. & J.Sacha (1998) , op.cit. P.22

ولمزيد من التفصيل حول عمليات الإصلاح المالى التى شهدتهابلدان جنوب شرق آسيا في أوائل التسعينات ، راجع :

- Cole , D. & B. Slade (1996) " Building a modern financial system : the Indonesian experience " Cambridge University press.

- Park , Y . (1998) " Financial crisis and macroeconomic adjustments in Korea 1997 - 98 " Unpublished paper , Korea Institute of Finance ( March)

55- Radelet, s . & J. Sachs (1998) , op. cit. P. 23.

ولمزيد من التفصيل حول عمليات إصلاح وتحرير القطاع المالى ، راجع :

ما نويل غيتيان « دور إصلاح القطاع المالى فى التصحيح الإقتصادى الكلى والتصحيح الهيكلى » فى سعيد النجار ( محرر) « السياسات المالية وأسواق المال العربية » صندوق النقد العربى ، أبو ظبى ، بدون تاريخ ، ص ١٢ - ٤٨ .

56 - Radelet , S,& J.Sachs (1998) , op. cit . PP.23 - 25 .

- Miller, M. & P.Luangaram (1998) , op. cit. PP. 67- 72 .

٥٧ - مع اندلاع الأزمة فى يوليو ١٩٩٧ ، شهدت بلدان الأزمة الخمسة انخفاضا فى أسعار صرف عملاتها حتى ٣١ / ١٢ / ١٩٩٧ بلغت نسبته نحو ٤٩٪ فى تايلاند، ٣٥٪ فى ماليزيا ، ٤٥٪ فى أندونسيا ، ٣٤ ٪ فى الفلبين ، ٤٨ ٪ فى كوريا وخلال النصف الأول من عام ١٩٩٨ بدأ يطرأ نوع من التحسن التدريجي على أسعار صرف عملات هذه البلدان التى شهدت ارتفاعاً ملحوظاً فى قيمتها فيما عدا الروبية الأندونسية التي شهدت مزيداً من الانخفاض في قيمتها . وقد بلغت نسبة التغير التراكمى

فى أسعار صرف عملات هذه البلدان طوال الفترة من ٣٠ / ٦ ١٩٩٧ وحتى ٨ ٥/ / ١٩٩٨ مايلى : تايلاند – ٣٦٪ ، ماليزيا – ٣٤٪، أندونسيا – ٧٤ ٪ ، الفلبين – ٣٣ ٪ ، وكوريا الجنوبية – ٣٦ ٪ راجع :

- Goldstein , M. (1998) , op. cit. p.2.

58 - Hoenig , T.M. (1998) " The international Community's response to the Asian Financial Crisis " Economic Review, Vol. 83 , No.2,P.6 .

- Miller , M. H. (1998) " A The Current East Asia Financial crisis" Pacific - Basin Finance Journal , Vol.6.No.3-4, P.226.

٥٩ – لمزيد من التفصيل حول ظاهرة الإفراط فى الاقتراض والإقراض فى الأسواق الناشئة ، راجع :

- Mckinnon , R.& H . Pill (1996) , op . cit .

60 - Goldstein , M. (1998) , op.cit.P.8.

61- Miller , M. & P.Luangaram (1998),op.cit. P.69.

62- Goldstein , M. (1998) , op.Cit.P.9.

63- International Monetary Fund (1997) " World economic outlook : interim assessment " IMF , Washington (December), PP.10-12.

٦٤ – فى نهاية عام ١٩٩٧ ، تراوحت نسبة القروض المصرفية الموظفة فى مجال الملكية العقارية مابين ٤٠ – ٥٠ ٪ فى هونج كونج ، ٣٠ – ٤٠٪ فى كل من سنغافورة وتايلاند وماليزيا ، ٢٥ – ٣٠٪ فى أندونيسيا، ١٢ – ٢٥ ٪ فى كوريا الجنوبية ، ١٥ – ٢٠٪ فى الفلبين . راجع :

- Goldstein , M. ( 1998) , op.cit.P.8 .

- Miller, M.H.(1998), op.cit. Pp. 226 - 227.

65- Miller , M. & P. Luangaram(1998) , op.cit. P.70.

66- Goldstein , M . ( 1998) , Op. cit. P.3.

67 - Miller, M. & P. Luangaram (1998), op.cit . PP. 70 -71 .

68 - Radelet , & J. Sachs (1998) , op.cit. PP. 26 -27 .

69 - Radelet , S.& J. Sachs (1998) , op.cit. P. 27.

70 - Miller , M. & P.Luangaram (1998) , op.-cit. pp. 74 - 75.

٧١ - لمزيد من التفضيل حول أزمات السيولة ، راجع :

- Diamond , D. & Dybvig ( 1983) " Bank runs , deposit insurance, and liquidity " Journal of Political Economy , Vol. 91 , pp. 401 - 19 .

72 - Radelet , S. & J. Sachs (1998) , op. cit ., p. 30 .

٧٣ - راجع على سبيل المثال :

- Radelet , S. J. Sachs and J. Lee (1997) , op. cit.

74 - Parky , Y. C. (1996) " East - Asian liberalization , bubbles , and the challenge from China " BPEA , No. 2, pp. 357 - 71 .

75 - Radelet , S. & J. Sachs (1998) , op.cit., pp. 32 - 33 .

76 - ———————— (1998) , op. cit., pp. 33 - 34 .

77 - ———————— (1998) , op. cit., p. 34 .

٧٨ - قد لاتعكس البيانات السابقة مكونات القروض وتوزيعها القطاعي بدقة ، حيث أن المقترض قد يدعى حصوله على القرض لتوسيع نشاط صناعى ثم يقوم باستخدامه فعلاً في شراء ملكية عقارية أو أسهم . هذا بالإضافة إلى أن هذه البيانات إنما تعبر عن متوسطات لكل القروض القائمة ، أي القديمة والجديدة معاً ، ومن ثم فإنها لاتعكس فقط التحول الذى طرأ على التدفقات السنوية الجديدة للقروض .

79 - Radelet , S. & J. Sachs (1998) , op. cit., pp. 39 - 40 .

80 - Krugman , P. (1998) " What happened to Asia ? "Unpublished Paper , Massachusetts Institute of Technology (January ) , p. 2 .

٨١ – إن البيانات الفعلية التى لم يأخذها " كرجمان " فى اعتباره ولم يوردها فى بحثه لاتقدم أكثر من نتائج مختلطة بالنسبة لهذه الفرضية . راجع :

- Radelet , S. & J. Sachs (1998) , op.cit.

٨٢ – لمزيد من التفصيل حول هذه الفرضية ، راجع :

- Krugman , P. (1998) , op.cit.,

- Dooley , M. (1997) " A model of crises in emerging markets " Working Paper 6300 , Cambridge , Mass. : National Bureau of Economic Research ( December ) .

83 - Goldstein , M. (1998) , op.cit., pp. 14 - 17 .

٨٤ – راجع :

- Cline , W. & K. Barnes (1997) : Spread and risk in emerging markets lending " Research Paper 97 - 1 , Institute of International finance ( December ) .

- Bank for International Settlements (1997) " Annual report " Basle .

85 - Radelet , S. & J. Sachs (1998) , op.cit., pp. 41 - 42 .

86 - ——————— ( 1998) , op.cit., p. 43 .

87 - Radelet , S. & J. Sachs (1998) , op.cit., pp. 44 - 49 .

٨٨ - أنفقت حكومة تايلاند ١٦ مليار دولار دفاعاً عن « الباهت » فى أواخر عام ١٩٩٦ وأوائل عام ١٩٩٧ . وبحلول يونيو ١٩٩٧ ، أنفقت ٢٣ مليار دولار أخري لنفس الغرض . راجع :

- Radelet , S. J. Sachs (1998) , op.cit., p.28

٨٩ - قامت الحكومة بحقن بنك بانكوك بنحو ٣ - ٤ مليار دولار بعد استيلائها عليه فى عام ١٩٩٦ . كما أنفق البنك المركزي نحو ٥٠٠ مليار باهت ( حوالى ١٩,٣ مليار دولار ) لتعويم ٩١ شركة من شركات التمويل فى أواخر عام ١٩٩٦ وأوائل عام ١٩٩٧ . راجع نفس المرجع السابق ص ٢٨ .

- Radelet , S. & J. Sachs (1998) , op.cit., p. 29 .

٩١ - تظهر هذه الأرقام مبالغة كبيرة في حجم الأموال التي أتيحت بالفعل لهذه البلدان. ففي كل من أندونسيا وكوريا ، كان هناك نحو ٢٢ مليار دولار من هذه الأموال تمثل « خط دفاع ثان » توفرها حكومات مانحة فردية ، وبصفة خاصة الولايات المتحدة ، اليابان ، الاتحاد الأروبى ، وسنغافورة ، عند الضرورة . أما بقية الأموال فيجْري دفعها عن طريق توزيعها على ثلاث سنوات وفقا لجداول محددة . ومن ثم فإن الأموال التى أتيحت بالفعل لهذه البلدان في المرحلة الأولي من أزمتها وفقا لبرامج التكيف كانت محدودة نسبيا راجع :

- Radelet , S. & J. Sachs (1998) , op.cit., p. 51.

٩٢ - رغم التشابه الكبير في مضمون اتفاقيات القروض الثلاث ، إلا أنه كانت هناك بعض الاختلافات فى استخدام البلدان الثلاثة لأموال الصندوق فى تسديد مدفوعات ديونها . ففي كوريا ، قام البنك المركزى بإقراض الأموال التي حصل عليها من الصندوق للبنوك التجارية لتمكنها من دفع ديونها الأجنبية المستحقة عليها والتى كانت قد اقترضتها من مصادر خارجية وأعادت إقراضها للمشروعات المحلية . وبهذه الطريقة حصل الدائنون الأجانب على مستحقاتهم وأصبح البنك المركزي دائنا للبنوك التجارية ومدينا لصندوق النقد الدولي . وإذا كانت هذه الطريقة قد نجحت فى تسديد ديون الأجانب وجنبت الدولة مشكلة التخلف عن الوفاء بالديون ، إلا أنه يعيبها فى نفس الوقت تحويلها للقروض الخاصة Private loans المستحقة علي المشروعات المحلية إلي قروض اجتماعية Social loans

. فلو أنه قد سمح للمشروعات المحلية الخاصة بإعلان عدم قدرتها على الوفاء بديونها أو حتي بالإفلاس ، لتحمل كل من الدائنين الأجانب والبنوك التجارية الخسارة معاً. أما وقد تمكن الدائنون الأجانب من الحصول على مستحقاتهم فإن الحكومة الكورية هي التي سوف تتحمل وحدها أعباء دفع الديون الأجنبية التى أصبحت مستحقة عليها الآن لصندوق النقد الدولي .

وقد اتبعت تايلاند نفس الطريقة الكورية في تسديد الديون ، بالإضافة إلي قيام الحكومة بضمان كافة خصوم البنوك التجارية ، بما فى ذلك الديون المستحقة للدائنين الأجانب ، وهو ما أدى - عمليا - إلي وضع احتياطياتها من النقد الأجنبى كضمان أو رهن لخدمة ديون البنوك التجارية . أما أندونسيا فقد اتبعت طريقة مختلفة وغير مباشرة . فقد استخدم البنك المركزي أموال الصندوق فى التدخل في سوق الصرف الأجنبى ببيع الدولارات فيها بأسعار رخيصة لتشتريها المشروعات المحلية المدينة وتستخدمها فى تسديد ديونها الأجنبية ، وبذلك يكون قد قام بمساندة هذه المشروعات من خلال تخفيض نفقة خدمة ديونها الأجنبية مقومة بالعملة المحلية ( الروبية ) . راجع :

- Radelet , S. & J. Sachs ( 1998) , op. cit., p. 52 .

93 - Radelet, S. & J. Sachs (1998) , op. cit., pp. 55 - 56 .

94 - Radelet , s . & j. Sachs (1998) , op.cit., pp. 59 - 60 .

95 - Ibid .

- International Monetary Fund ( 1998) , op.cit., p. 6 .

- Goldstein , M. (1998) , op.cit., pp. 24 - 26.

٩٦ - راجع فى ذلك :

- Radelet , S. J. Sachs (1998) , op.cit., pp. 61 - 68 .

- Cooper , R. N. & B. Bosworth , in Radelet ,S. & J. Sachs (1998), op.cit., Comments and Discussion , pp. 77 , 82 , 83 .

- Miller , M. H. (1998) , op.cit., p. 228 .

- Goldstein , M. (1998) , op.cit . 31 - 44 .

97 - International Monetary Fund (1997) " Korea , request for stand - by - arrangement , Washington , December , 3 , annex 1, p. 38 .

٩٨ – هذا هو ما أشار إليه « كندلبرجر » حينما ذهب إلي أن مثل هذه الإجراءات الصارمة والحاكمة للنظام المالى غالبا ماتؤدى إلي إثارة الذعر المالى لا إلى تهدئته Decisive regulatory actions have often triggered panics rather than calm . راجع :

- Kindleberger , C. (1978) , op.cit., p. 96 .

٩٩ – أقر الصندوق فى يناير ١٩٩٨ بهذه الحالة عندما أشار إلي أنه « فى أعقاب إغلاق ١٦ بنكا تجاريا متوقفا عن الدفع فى نوفمبر١٩٩٧ ، اهتزت ثقة العملاء فى البنوك الخاصة ، واندفعوا نحو تحويل ودائعهم إلي بنوك الدولة أو إلى البنوك الأجنبية أو إلي سحب ودائعهم كلية . وزادت هذه العملية من تعقيد مشكلات السياسة النقدية . فقد واجهت العديد من البنوك قصوراً حاداً فى السيولة ، وباتت سوق الإقراض فيما بين البنوك عاجزة عن مواجهة هذه المشكلة حتي بعد رفع أسعار الفائدة الإسمية حتى بلغت ٧٥ ٪ . وفى نفس الوقت أصبح لدى بنوك الدولة فائضا فى السيولة ، الأمر الذى دفع البنك المركزي إلي التدخل لتحويل جانب من هذا الفائض إلي البنوك الخاصة مما أدى إلى ارتفاع سعر الفائدة على الإقراض فيما بين البنوك إلي ٣٠ ٪ فى ديسمبر ١٩٩٧ . ورغم هذا الارتفاع الحاد فى أسعار الفائدة ، ظلت الروبية تواجه تدهوراً فى قيمتها . راجع :

- International Monetary Fund (1997) " Indonesia , request for stand - by - arrangement " Washington , October 31 , p. 18 .

- International Monetary Fund (1998) " Indonesia , memorandum of economic and financial policies " Washington, January 15 , pp. 4 - 5 .

١٠٠ – في تايلاند ، على سبيل المثال ، انخفضت قيمة صادراتها فى يناير ١٩٩٨ بنسبة ٨ ٪ عن مستوياتها

فى يناير ١٩٩٧ بسبب ضعف قدرة البنوك على توفير السيولة اللازمة لتمويل النشاط التصديرى .
راجع :

- Montagnon , p. (1998) : Export slowdown hits Thai recovery " Financial Times , April 3 , p. 6 .

١٠١ - طلب الصندوق من تايلاند تبنى إجراءات انكماشية للتكيف تعادل نحو ٢,٦٪ من ناتجها المحلى الإجمالى ( لتتحول من عجز مالى قدره ١,٦ ٪ من الناتج المحلى الإجمالى فى السنة المالية ٩٦ - ١٩٩٧ إلى فائض مالى قدره ١ ٪ من الناتج المحلى الإجمالى فى السنة المالية ٩٧ - ١٩٩٨ ) . وطلب من أندونسيا اتخاذ إجراءات مماثلة تعادل ١ ٪ من ناتجها المحلى الإجمالى فى السنة المالية ٩٧ - ١٩٩٨ ، ترتفع إلى ٢ ٪ فى العام المالى ٩٨ - ١٩٩٩ . كما طلب من كوريا تبنى إجراءات مماثلة تعادل ١,٥ ٪ من ناتجها المحلى الإجمالى فى العام المالى ٩٨ - ١٩٩٩ . راجع :

- Radelet , S. & J. Sachs (1998) , op.cit., p. 64 .

102 - Kindleberger , C. 1978) , op.cit., p. 8 .

103 - International Monetary fund (1997) " Indonesia , ... " op.cit., pp. 8 - 9.

١٠٤ - من الأسباب التى ساهمت فى ضآلة الأموال المتاحة بالفعل لهذه البلدان تفاؤل الصندوق بشأن إمكانية جدولة جانب كبير من الديون قصيرة الأجل المستحقة عليها . فقد توقع الصندوق إمكانية جدولة ثلثى ديون أندونسيا ، وأكثر من ذلك بالنسبة لديون كل من تايلاند وكوريا . راجع :

- Radelet , S. & J. Sachs (1998) , op.cit., p., 67 .

وعلى العكس من ذلك كانت استجابة صندوق النقد الدولى لأزمة المكسيك عام ١٩٩٤ - ١٩٩٥ . فقد زودت المكسيك بقروض قدرها ٥٢ مليار دولار ، لاتخضع في استخدامها إلا لشروط محددة . كما أنها استطاعت بالفعل سحب ٣٢ مليار دولار منها خلال بضعة أسابيع ، تمكنت بعدها من معالجة الأزمة . وربما كان اختلاف استجابة الصندوق للأزمة الأسيوية عن استجابته لأزمة المكسيك راجعا

إلى أنه قد عالج الأزمة الآسيوية منذ البداية على أنها تتعلق بمدى قدرة بلدان الأزمة الأسيوية على الوفاء بديونها بدلاً من معالجتها على أنها أزمة سيولة . واستغل الصندوق ذلك في إكراه هذه البلدان على تبنى أجندته المتعلقة بإصلاح الأسواق المالية . راجع :

- Bosworth , B. P. in Radelet , S. & J. Sachs (1998) , op.cit., Comments and Discussion , p. 83 .

105 - Feldstein , M. (1998) : Refocusing the IMF " Foreign Affairs , Vol., 77 , No. 2 , pp. 20 - 33 .

١٠٦ - راجع في ذلك :

- Kindleberger , C. (1978) , op.cit., pp. 161 - 180 .
- Radelet , S. & J. Sachs (1998) , op. cit., pp. 70 - 72 .
- Cooper , R. N. and Bosworeth , B. P. (1998) , op.cit., pp. 77 - 84 .
- Miller , M. & p. Luangaram (1998) , op.cit., p. 79 .
- Goldstein , M. (1998) , op.cit., pp. 65 - 67 .

رقم الإيداع بدار الكتب
٢٠٠١/١٨٨٩